

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod
Determination of the company value by selected methods

Student: Bc. Barbora Ležáková
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 27. dubna 2011

.....
Podpis

„Ráda bych poděkovala vedoucí diplomové práce prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za odborné rady a připomínky, kterými přispěla k vypracování mé diplomové práce.“

Obsah

1	Úvod.....	4
2	Přístupy a metody oceňování podniku	6
2.1	Obecné základy pro ocenění podniku.....	6
2.1.1	Podnik jako předmět ocenění	6
2.1.2	Hodnota podniku	7
2.1.3	Důvody pro oceňování podniku	10
2.1.4	Doporučený postup při oceňování podniku	10
2.2	Sběr vstupních dat	11
2.3	Analýza dat	11
2.3.1	Strategická analýza.....	12
2.3.2	Finanční analýza.....	14
2.3.2.1	Zdroje informací pro finanční analýzu.....	15
2.3.2.2	Metody finanční analýzy.....	15
2.3.2.3	Poměrová analýza	17
2.3.3	SWOT analýza	24
2.4	Finanční plán podniku	25
2.5	Metody oceňování podniku	25
2.5.1	Výnosové metody.....	27
2.5.1.1	Metody diskontovaných peněžních toků.....	27
2.5.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	32
2.5.1.3	Metoda EVA	35
2.5.2	Majetkové metody.....	36
2.5.2.1	Metoda účetní.....	36
2.5.2.2	Substanční metoda	37
2.5.2.3	Metoda likvidační hodnoty	37
2.5.3	Komparativní metody	38
2.5.4	Kombinované metody	39
2.6	Náklady kapitálu.....	40
2.6.1	Náklady na celkový kapitál	40
2.6.2	Náklady na cizí kapitál	41
2.6.3	Náklady na vlastní kapitál	41
2.7	Analýza citlivosti při stanovení hodnoty firmy	45
3	Charakteristika vybraného podniku	46
3.1	Základní informace o společnosti.....	46

3.2	Historie společnosti	47
3.3	Současný vývoj a sortiment společnosti	48
3.4	Strategická analýza	50
3.4.1	Analýza makroprostředí	50
3.4.2	Analýza mikroprostředí	56
3.4.2.1	Vývoj odvětví CZ-NACE 11 – Výroba nápojů	57
3.4.2.2	Základní charakteristické znaky odvětví	60
3.5	Finanční analýza	63
3.5.1	Horizontální analýza	63
3.5.2	Vertikální analýza	67
3.5.3	Poměrová analýza	71
3.6	SWOT analýza	80
4	Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku	83
4.1	Dlouhodobý finanční plán	83
4.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	83
4.1.1.1	Plán provozního výsledku hospodaření	83
4.1.1.2	Plán finančního výsledku hospodaření	89
4.1.1.3	Plán výsledku hospodaření po zdanění	91
4.1.2	Plánovaná rozvaha	91
4.1.2.1	Plán aktiv	91
4.1.2.2	Plán pasiv	94
4.1.3	Plánovaný výkaz cash – flow	97
4.1.3.1	Plán peněžních toků z provozní činnosti	97
4.1.3.2	Plán peněžních toků z investiční činnosti	98
4.1.3.3	Plán peněžních toků z finanční činnosti	98
4.1.3.4	Plán konečného stavu peněžních prostředků	99
4.1.4	Poměrová analýza dlouhodobého finančního plánu	100
4.2	Stanovení nákladů kapitálu	101
4.3	Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami	104
4.3.1	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF-Equity	104
4.3.2	Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů	106
4.3.2.1	Analytická metoda	106
4.3.2.2	Paušální metoda	107
5	Zhodnocení dosažených výsledků	110
5.1	Výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku	110
5.2	Analýza citlivosti	111
5.2.1	Analýza citlivosti u metody DCF-Equity	111

5.2.2	Analýza citlivosti u metody kapitalizovaných čistých výnosů	112
6	Závěr.....	114
	Seznam literatury.....	116
	Seznam použitých zkratek	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

V devadesátých letech byla problematika oceňování podniku v České republice poznamenána zásadním vývojem souvisejícím s transformací ekonomiky, zejména s transformací vlastnických vztahů. V rámci privatizace stát usiloval o převedení podniků na soukromé vlastníky, kteří budou mít o majetek zájem a budou jej spravovat a užívat, čímž ožila potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku také hodnotu tržní. Ani v současnosti aktuálnost oceňování podniku nijak neoslabuje, což je dáno globalizačními trendy, zostřováním konkurence, otevíráním nových trhů, fúzemi či akvizicemi, na které musí podniková sféra i její chování reagovat.

Správné stanovení hodnoty podniku lze zařadit mezi jeden z podstatných nástrojů řízení firmy, neboť hodnota podniku představuje významné kritérium při taktickém řízení podniku a je rovněž velmi důležitá pro mnohá dlouhodobá strategická rozhodnutí managementu firmy.

Při stanovení hodnoty podniku je důležité brát v úvahu, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní hodnotu, hodnotu, která by byla nezávislá na konkrétních okolnostech a podmínkách. Neexistuje tak jediné a obecně platné ocenění, a tedy ani jediný správný model pro oceňování. Výsledek oceňování podniku je závislý na mnoha faktorech, jako je účel oceňování, zkušenost odhadce, množství a kvalita dostupných informací apod.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. k 1. 1. 2010 vybranými výnosovými metodami z důvodu zájmu vlastníka společnosti znát její tržní hodnotu.

Diplomová práce je vedle úvodu a závěru rozdělena do čtyř hlavních částí. První část je zaměřena na přístupy a metody stanovení hodnoty podniku. Jsou zde uvedeny obecné základy pro ocenění podniku včetně doporučeného postupu při oceňování podniku, jehož jednotlivé kroky jsou popsány blíže. Značná pozornost je věnována zejména jednotlivým metodám užívaným ke stanovení hodnoty podniku. První část diplomové práce rovněž obsahuje vymezení nákladů kapitálu včetně možností jejich stanovení a popis analýzy citlivosti užívané k ohodnocení vlivu změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu oceňovaného podniku.

Ve druhé části práce je již pozornost věnována samotné oceňované společnosti. Jsou zde obsaženy základní informace o společnosti, její historie a současný vývoj včetně přiblížení sortimentu společnosti. Součástí této části práce je rovněž strategická a finanční

analýza oceňovaného podniku a analýza SWOT shrnující silné a slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby dané jeho okolím.

Třetí část je věnována aplikaci vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku. Nejdříve je však přistoupeno k sestavení dlouhodobého finančního plánu podniku, který je východiskem pro ocenění výnosovými metodami. Následně jsou určeny náklady kapitálu pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu. Na základě těchto kroků je poté již stanovena hodnota podniku, a to metodou *DCF-Equity* a metodou kapitalizovaných čistých výnosů, a to jak ve variantě analytické, tak ve variantě paušální.

Ve čtvrté části je provedeno zhodnocení dosažených výsledků. Obsahem této části práce je rovněž citlivostní analýza, s jejíž pomocí je stanoveno, jak by se výsledná hodnota podniku změnila při změně vstupních dat užitých k výpočtu.

2 Přístupy a metody oceňování podniku

V kapitole jsou uvedeny obecné základy pro ocenění podniku. Jsou zde objasněny základní pojmy, které s oceňováním podniku souvisejí. Kapitola rovněž obsahuje důvody vedoucí k ocenění podniku a doporučený postup při jeho oceňování. Stěžejní částí kapitoly je popis metod užívaných ke stanovení hodnoty firmy. V závěru kapitoly je přiblížena analýza citlivosti umožňující hodnotit vliv změn vstupních parametrů na výsledné hodnoty oceňovaného podniku.

2.1 Obecné základy pro ocenění podniku

V podkapitole jsou formulovány obecné základy pro oceňování podniku. Konkrétně se jedná o vymezení pojmu podnik, jeho hodnoty, jaké jsou základní úrovně, na kterých může být podnik oceňován, či jaké základní kategorie hodnoty jsou rozlišovány. Následně jsou objasněny možné důvody ocenění podniku a v závěru podkapitoly je nastíněn doporučený postup při oceňování podniku.

2.1.1 Podnik jako předmět ocenění

Pojem podnik je odlišně definován různými autory. Pro oblast oceňování podniku lze však nejvýznamnější definici nalézt v § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, ve kterém je podnik charakterizován jako: „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná“.

Tato definice však opomíjí závazky, které jsou nezbytnou součástí podnikání a jež je při oceňování podniku třeba brát v úvahu. Zavádějící může být v definici také výraz „soubor“, který může vést k představě, že je podnik soubor různých majetkových položek a tak by také měl být oceňován. Podnik je však komplexem hmotných, osobních a nehmotných složek a při jeho oceňování je třeba brát všechny tyto složky v jednotě a celistvosti. Na podnik je tedy nutné nahlížet jako na funkční celek, entitu, která má schopnost přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i v budoucnosti.

2.1.2 Hodnota podniku

Z ekonomického hlediska má hodnota podniku dvě **základní podoby**, a to užitnou hodnotu a směnnou hodnotu. *Užitná hodnota* je dána právě výše zmíněnou schopností podniku přinášet určitý užitek v budoucnosti. Závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka. Jedná se tedy o hodnotu subjektivní, individuální pro každého vlastníka. *Směnná hodnota* představuje výsledek střetu nabídek kupujících a prodávajících, tedy objektivní hodnotu. Objektivní hodnota je však pojem relativní, ve své podstatě neexistuje, a tak je v rámci oceňování podniku snaha dojít k tzv. objektivizované hodnotě, která je v praxi obvykle výsledkem kombinace hodnot získaných z různých oceňovacích postupů, jež vycházejí z různých teoretických a metodologických východisek.

Zde je třeba ještě poznamenat, že hodnota podniku není totožná s cenou. Cena je konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě. Její výše je ovlivněna řadou faktorů, jako jsou faktory psychologické, časová tíseň, fáze vývoje ekonomiky, nabídka a poptávka, strategie vyjednávání apod. Oproti tomu hodnota je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu.

Podnik lze oceňovat na dvou různých **úrovních hodnoty**. Jedná se o hodnotu brutto a netto. Hodnota brutto představuje hodnotu podniku jako celku, podnikatelské entity. Zahrnuje tedy hodnotu jak pro vlastníky podniku, tak pro věřitele. Hodnotou netto rozumíme ocenění pouze na úrovni vlastníků podniku.

Hodnotu brutto nalezneme v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku pod označením obchodní majetek a je definována v § 6, odst. 1) tohoto zákona takto: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

Hodnota netto, označená v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku jako čistý obchodní majetek, je definována v § 6 odst. 3) tohoto zákona takto: „Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“

Je rovněž rozlišováno několik základních **kategorií hodnoty podniku**, jenž vyplývají ze základních otázek jako kolik bychom mohli dostat za podnik na trhu, tedy jaké je tržní

ocenění, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího a jakou hodnotu lze považovat za nespornou. Z těchto hledisek lze rozlišovat čtyři základní přístupy k oceňování podniku, a to tržní hodnotu, subjektivní hodnotu, objektivizovanou hodnotu a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Vymezení *tržní hodnoty* vychází z představy, že existuje trh s podniky, popř. trh s podíly na vlastním kapitálu podniků, a na tomto trhu se střetává několik kupujících a prodávajících, čímž se vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena označovaná jako tržní hodnota.

Dle Maříka (2007, str. 22), je tržní hodnota podniku: „odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“. Tato definice odpovídá definici dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS – International Valuation Standards).

Tržní hodnota aktiva vyjadřuje spíše trhem uznanou použitelnost aktiva, než jeho čistě fyzický stav. Půžitelnost aktiva pro daný podnik se přitom může lišit od použitelnosti, kterou uznává trh nebo jiný podnik. Z toho je možné odvozovat rozdíl mezi tržní a individuální hodnotou.

Tržní hodnotu lze využít zejména při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastníci chtějí odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

Subjektivní hodnota je v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Je odvozována z očekávaných užitků z majetku pro konkrétního účastníka transakce, např. kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka. Subjektivní hodnota je rovněž označována jako hodnota investiční a představuje hodnotu majetku pro jednoho konkrétního investora či třídu investorů pro stanovené investiční cíle.

Tento přístup je vhodný zejména při koupi či prodeji podniku, kdy subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná. Subjektivní hodnotu lze využít rovněž při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy má stávající vlastník určitou představu o tom, co by byl ještě s podnikem schopen udělat, a zjišťuje, zda by měl podnik větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti a své představy realizoval, nebo jestli je momentálně větší likvidační hodnota podniku.

Jak již bylo uvedeno výše, odborníci se shodují na skutečnosti, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, a tak začali odhadci pracovat s pojmem *objektivizovaná hodnota*. Tato hodnota by se měla co nejvíce opírat o všeobecně uznávaná data a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Tyto zásady jsou následující (Mařík, 2007):

- udržovat substanci – z podniku vybírat jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, tedy té části zisku, kterou lze vybrat bez ohrožení substance podniku,
- nepotřebný majetek – výnosové ocenění se týká pouze provozně nezbytného majetku,
- možnosti změn v podniku – předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu,
- metoda – metoda oceňování by měla být jasná a jednoznačná, což znamená, že jiný oceňovatel by měl dojít ke stejným či podobným výsledkům,
- management – předpokládá se, že dosavadní management přetrvá,
- zdanění – doporučuje se zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Objektivizovaná hodnota se využívá např. při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku a zdraví podniku.

Určitou syntézou předchozích postupů je *Kolínská škola*, jež zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Rozeznává několik základních funkcí oceňování a tedy i funkcí oceňovatele. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Za nejdůležitější lze považovat funkci poradenskou, v rámci které oceňování poskytuje tzv. hraniční hodnoty vymezující prostor pro vlastní cenové jednání. Jedná se o maximální cenu, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal, a minimální cenu, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by prodělal na prodeji. Ve funkci rozhodčí se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího. Při funkci argumentační hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. V rámci daňové funkce je cílem poskytnout podklady pro daňové účely. Při funkci komunikační pak jde o to, poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností.

Tento přístup se uplatňuje zejména tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran v konkrétním případě. Může se jednat např. o podstatnou část podnikových transformací, ale také o prodej podniku.

2.1.3 Důvody pro oceňování podniku

Ocenění je považováno za službu objednanou zákazníkem s cílem dosáhnout určitého užitku. Tento užitek může mít různou povahu dle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Z toho důvodu jsou rozlišovány ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit různým účelům.

Obecně lze rozlišovat celou řadu důvodů pro ocenění podniku. Nejčastěji jsou tyto důvody tříděny do dvou skupin dle skutečnosti, zda dochází či nedochází k vlastnickým změnám. Případy, kdy dochází ke změně vlastnictví podniku, mohou být např. koupě a prodej podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, fúze podniků, rozdělení společnosti či nabídka na převzetí. Druhá skupina, tedy situace, kdy nedochází k vlastnickým změnám, zahrnuje např. změnu právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru či ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Ať už je důvod ocenění podniku jakýkoliv, musí být jasně formulováno, jaký je podnět pro ocenění, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká hladina hodnoty má být určena.

2.1.4 Doporučený postup při oceňování podniku

Postup ocenění je potřeba přizpůsobit konkrétním podmínkám, jako je samotný důvod ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolená metoda, dostupná data apod. Obecně však lze doporučit postup v těchto krocích:

- sběr vstupních dat,
- analýza dat,
- sestavení finančního plánu,
- ocenění.

Prvním krokem je tedy sběr veškerých relevantních informací, a to nejen informací z podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém prostředí a o odvětví, do kterého podnik patří. Po fázi shromažďování dat nastupuje fáze analytická, která spočívá v analýze dříve získaných dat. Obsahuje strategickou analýzu, tedy analýzu makroekonomickou (makroprostředí) a analýzu odvětví (mikroprostředí) a dále také finanční analýzu podniku. Po strategické a finanční analýze je vhodné provést také SWOT analýzu spočívající v souhrnném hodnocení silných a slabých stránek podniku, příležitostí a hrozeb daných jeho okolím. V případě využití některé ze standardních výnosových metod je dalším důležitým krokem sestavení finančního plánu. Závěrečným krokem je aplikace metod, jejichž výběr se řídí cílem ocenění. Vhodné je aplikovat několik metod, a to s cílem ověřit správnost

výsledku práce. Při využití více metod je na závěr nezbytné provést syntézu výsledků a formulaci závěru.

2.2 Sběr vstupních dat

Kvalitní ocenění podniku není možné bez dostatečných informačních vstupů. Rozsah dat, která jsou shromažďována a následně zpracovávána, je značný a měl by pokrývat téměř celé dění v podniku. Informace z podniku však pro správné stanovení hodnoty nestačí. Je potřeba získat také dostatek informací o prostředí, ve kterém podnik působí. Podle Maříka (2007) lze nejdůležitější potřebná data shrnout do následujících skupin:

- základní data o podniku (data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, řídicí struktura podniku apod.),
- ekonomická data (účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány),
- relevantní trh (vymezení trhu, na kterém oceňovaný podnik působí, velikost a vývoj tohoto trhu, jeho segmentace, atraktivita či faktory vývoje trhu),
- konkurenční struktura relevantního trhu (hlavní konkurenti, možné substituty výrobků či produktů oceňovaného produktu, bariéry vstupu do odvětví),
- odbyt a marketing (data o struktuře výrobků, odběratelů či územní struktuře odbytu, informace o hlavních produktech, ceny a cenová politika apod.),
- výroba a dodavatelé (certifikáty kvality, úroveň technologie, struktura dodávek a dodavatelů, charakter výroby apod.),
- pracovníci (struktura pracovníků, jejich kvalifikace, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, jejich produktivita, personální náklady apod.).

2.3 Analýza dat

V rámci analýzy dat je nutné provést analýzu strategickou zahrnující analýzu makroprostředí a mikroprostředí podniku a analýzu finanční, která umožňuje posoudit úroveň finančního zdraví podniku a je určitým východiskem pro sestavení finančního plánu jako následujícího kroku při oceňování podniku. V závěru analýzy dat je vhodné zhodnotit podnik také na základě SWOT analýzy.

2.3.1 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu. Je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který je ovlivňován jak makroprostředím, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje, tak mikroprostředím, daným příslušností podniku k určitému odvětví.

Analýza makroprostředí

Na výkonnost oceňovaného podniku má podstatný vliv makroprostředí, ve kterém podnik působí. Z toho důvodu je důležité posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik fungoval v rámci celkového prostředí v minulosti, funguje v aktuální současnosti a provést prognózu podmínek, které budou ovlivňovat fungování podniku v budoucnosti.

Makroekonomické prostředí podniku lze podle Kislingerové (2001) rozdělit do čtyř subsystémů. Jedná se o politické prostředí, technologické prostředí, ekonomické prostředí a sociální prostředí. Celkový náhled na makroprostředí je však v řadě teoretických prací redukován pouze na prostředí ekonomické, neboť jednotlivé veličiny ekonomického prostředí jsou relativně snadno kvantifikovatelné, především však byla prokázána příčinná souvislost mezi vývojem veličin makroekonomického prostředí s vlastní výkonností podniku.

Názory na využití jednotlivých veličin, ukazatelů vývoje ekonomického prostředí, se dle jednotlivých autorů liší. Shodu lze však obvykle nalézt v případě tempa růstu hrubého domácího produktu, fiskální politice státu, vývoje úrokových sazeb, vývoje inflace či vývoje nezaměstnanosti. Vliv těchto ukazatelů na fungování podniku je následující.

Růst **hrubého domácího produktu** vede k růstu výdajů a spotřeby domácností, což dává podniku příležitost rozšířit svou působnost. Hospodářský pokles znamená naopak pokles spotřeby domácností, což zvyšuje konkurenční tlak a vytváří hrozbu nižší ziskovosti.

Při sledování vývoje **fiskální politiky státu** se zaměřujeme na vývoj daňového zatížení právnických i fyzických osob, které může pozitivně či negativně ovlivňovat vývoj v podnikové hospodářské sféře, neboť daně mají bezprostřední vliv na formování disponibilních důchodů investorů a jsou tak podstatné z hlediska tvorby poptávky.

Vývoj **úrokových sazeb** ovlivňuje ochotu firem investovat, tedy provádět nákupy hrazené obvykle formou úvěrů či půjček. Jestliže rostou úrokové sazby, snižuje se také ochota firem se zadlužovat a naopak.

Vysoká **míra inflace** je pro podnik jevem negativním, neboť dochází k růstu cenové hladiny a tím ke snížení poptávky po produkci podniku. Jestliže inflace roste, plánované

investice podniku jsou rizikovější. Inflace způsobuje nejistotu předpovědi budoucího vývoje a tato nejistota vede podniky stejně jako při růstu úrokových sazeb k neochotě investovat.

Pokles **nezaměstnanosti** znamená růst koupěschopnosti obyvatelstva, čímž se podniku otevírá prostor pro růst.

Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí podniku představuje odvětví, do kterého podnik spadá. Při analýze mikroprostředí jsou hodnoceny základní charakteristické znaky daného odvětví, ke kterým Kislingerová (2001) řadí citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu, míru regulace ze strany státu či strukturu odvětví.

Ve vazbě na konjunkturální vývoj jsou rozlišovány odvětví cyklická, neutrální a anticyklická. **Cyklická odvětví** jsou taková odvětví, která kopírují hospodářský cyklus. Ve fázi expanze zaznamenávají tato odvětví velmi dobré výsledky. Nejhorších výsledků pak dosahují v období recese, kdy poptávka po jejich produktech a službách klesá. Citlivost těchto odvětví na hospodářský cyklus je dána především charakterem produktu, neboť se zpravidla jedná o zboží dlouhodobé spotřeby, kde může zákazník svou spotřebu odložit až do období, kdy se jeho finanční situace zlepší. Typickým příkladem cyklického odvětví je stavebnictví nebo průmysl dlouhodobých spotřebních statků. Odvětví necitlivá na změny hospodářského cyklu jsou **odvětví neutrální**, kam řadíme zejména výrobu nezbytných statků, u nichž existuje konstantní úroveň poptávky. Jedná se například o výrobu potravin či léků. Dále zde patří i výroba produktů s nízkou cenovou elasticitou jako je káva, cigarety, alkohol, noviny nebo časopisy. **Odvětví anticyklická** dosahují na rozdíl od odvětví cyklických nejlepší výsledky právě v období recese. Příkladem jsou sázkové kanceláře, televize, hrací automaty apod.

Druhým faktorem, který je součástí analýzy odvětví, je **způsob vládní regulace**. Regulace ze strany státu může mít různé podoby a může nejrozumnějším způsobem ovlivňovat podnikatelské prostředí v daném odvětví. Příkladem vládní regulace jsou regulované ceny nebo vytváření překážek vstupu do odvětví formou udělování licencí státem.

Významnou odvětvovou charakteristikou je **struktura odvětví**, na kterou působí podle M. E. Portera pět dynamických konkurenčních faktorů, a to:

- dohazovací schopnosti dodavatelů – činitele ovlivňující dohazovací síly dodavatelů mohou být například koncentrace dodavatelů, diferenciací vstupů, existence náhradních vstupů, náklady přechodu u dodavatelů a u firem v daném odvětví apod.,

- dohádovací schopnosti kupujících – ty mohou být ovlivněny koncentrací kupujících ve vztahu ke koncentraci firem, objemem nákupů kupujících, informovaností kupujících, náhradními výrobky apod.,
- soupeření mezi stávajícími podniky – faktory ovlivňující míru konkurence uvnitř odvětví jsou například růst odvětví, občasný přebytek kapacity, rozdíly mezi výrobky či naopak totožnost druhu výrobků, náklady přechodu apod.,
- hrozba vstupu nových konkurentů – překážky bránící vstupu nových konkurentů do odvětví mohou být například úspory z velkovýroby, potřeba investic, rozdíly ve značkových výrobcích, přístup k distribučním cestám, vládní politika a další,
- hrozba náhradních výrobků – mezi činitele ovlivňující hrozby substituce lze zařadit relativní výši cen docílených substituty, náklady přechodu či ochotu kupujících přejít na nový výrobek.

2.3.2 Finanční analýza

Finanční analýza je významnou součástí komplexu finančního řízení podniku. Umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci podniku. Finanční analýza směřuje k poznání, co do budoucna podnikové finance vydrží. Nejedná se tedy pouze o hodnocení jevů minulých období, ale také především o prognózu finančních perspektiv podniku.

Účelem a smyslem finanční analýzy je posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti, identifikovat silné stránky podniku a slabiny, které by mohly vést k problémům. Za finančně zdravý podnik je pak považován takový podnik, který je v danou chvíli i perspektivně schopen naplňovat smysl své existence, což v podmínkách tržní ekonomiky znamená, že je schopen dosahovat trvale takové míry zhodnocení vloženého kapitálu, která je požadována investory vzhledem k výši rizika, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Současně je nutnou podmínkou finančního zdraví podniku i likvidita, tedy schopnost podniku včas uhrazovat splatné závazky.

Posouzení finančního zdraví podniku lze provést ve třech na sebe navazujících fázích. První fází je diagnóza základních charakteristik finanční situace, na kterou následně navazuje hlubší rozbor příčin zjištěného stavu. V závěru je nutné identifikovat hlavní faktory nežádoucího vývoje a navrhnout možná opatření.

2.3.2.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Údaje pro finanční analýzu lze čerpat z různých informačních zdrojů. Základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou však především **výkazy finančního účetnictví**, které podávají přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí (rozvaha), o tvorbě a užití výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a o pohybu peněžních toků (výkaz cash - flow). Kromě výkazů finančního účetnictví jsou pro provedení finanční analýzy důležité také **výkazy vnitropodnikového účetnictví**, které si vytváří každý podnik podle svých potřeb.

Vedle těchto základních zdrojů informací jsou využívány i zdroje další. Celkově lze údaje pro finanční analýzu shrnout do následujících třech skupin.

- Finanční informace, mezi které můžeme zahrnout účetní výkazy a výroční zprávy, vnitropodnikové informace, prognózy finančních analytiků a vedení firmy, burzovní informace, zprávy o vývoji měnových relací a úrokových měr.
- Kvantifikovatelné nefinanční informace, které obsahují firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, prospekty, normy spotřeby a interní směrnice.
- Nekvantifikovatelné informace, kam lze zařadit zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, komentáře manažerů, odborného tisku, nezávislá hodnocení, prognózy.

2.3.2.2 Metody finanční analýzy

Finanční zdraví podniku lze hodnotit pomocí celé řady různých metod. Základní členění metod finanční analýzy je ale na metody deterministické a matematicko-statistické.

Metody deterministické představují standardní nástroje pro běžné finanční analýzy v podniku. Používají se převážně pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období. Řadí se zde analýza trendů (horizontální analýza), analýza struktury (vertikální analýza), poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů či analýza citlivosti. **Matematicko-statistické metody** vycházejí zpravidla z údajů delších časových řad. Jsou založeny na exaktních metodách a slouží k posouzení determinantů a faktorů vývoje a k určení kauzálních závislostí a vazeb.

Poměrová analýza dává do poměru absolutní hodnoty položek účetních výkazů vzájemně mezi sebou, na základě čehož vznikají poměrové ukazatele, které jsou základnou finanční analýzy. Poměrové ukazatele jsou pro potřeby finanční analýzy obvykle shrnovány do určitých soustav ukazatelů, a to z toho důvodu, že podnik je složitým organismem

a k charakteristice jeho finanční situace je nezbytné použít většího počtu poměrových ukazatelů.

Podle způsobu konstrukce těchto soustav pak můžeme rozlišovat pyramidovou a paralelní soustavu ukazatelů. U **pyramidové soustavy** ukazatelů dochází k postupnému rozkladu určitého základního, syntetického ukazatele na dílčí vysvětlující ukazatele tak, že celá soustava ukazatelů má tvar pyramidy. Toto uspořádání umožňuje kvantitativně ohodnotit vliv dílčích ukazatelů na základní syntetický ukazatel. **Paralelní soustava** ukazatelů je tvořena skupinami ukazatelů podle jejich příbuznosti a interpretace.

Jistou doplňkovou úlohu hrají v rámci finanční analýzy ukazatele absolutní a rozdílové. Jelikož je velikost absolutních ukazatelů, tedy jednotlivých položek účetních výkazů uvedených v absolutních hodnotách, ovlivňována velikostí firmy a dalšími faktory, nelze je využít k mezipodnikovému srovnání. Užitečné je však srovnání vývoje vybraných absolutních ukazatelů v čase. K posouzení časových změn ukazatelů slouží analýza trendů neboli horizontální analýza.

Horizontální analýza zkoumá změny absolutních ukazatelů a jejich procentní změny v čase. Říká nám, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka, tedy jaký je rozdíl základního a běžného období, což lze vyjádřit takto

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

kde U_t je hodnota ukazatele, t je běžný rok a $t - 1$ je předchozí rok. Dále zjišťujeme, kolik činí tato změny v procentech. Výpočet relativní změny je následující

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}. \quad (2.2)$$

Horizontální analýza tedy informuje o základních pohybech jednotlivých položek účetních výkazů a o intenzitě tohoto pohybu.

Vertikální analýza, resp. analýza struktury se zabývá vždy pouze jedním obdobím, ve kterém zkoumá, jak se na určité souhrnné veličině podílely veličiny dílčí. V rozvaze je základem celková výše aktiv případně dílčích složek, ve výkazu zisků a ztrát se pak jako celek bere např. velikost tržeb. Obecný vzorec je následující

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele a suma $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele. Vertikální analýza je užívána zejména při analýze aktiv a pasiv podniku, při rozboru majetkové a finanční struktury firem.

K posouzení nejistoty při analýze finančních výsledků podniků slouží **citlivostní analýza**. Hodnotí vliv změn vstupních parametrů na výsledné hodnoty finančních veličin. Někdy bývá označována jako „What If...“, „Co když...“ analýza, podle otázky, na kterou se hledá odpověď (Dluhošová, 2008).

2.3.2.3 Poměrová analýza

Poměrové ukazatele jsou v rámci finanční analýzy používány už dlouhou dobu, za kterou bylo navrženo velké množství, řádově desítky těchto ukazatelů, přičemž některé z nich se navzájem liší pouze drobnými modifikacemi. Praktickým používáním se však vyčlenil všeobecně akceptovaný okruh ukazatelů umožňujících vytvořit si základní představu o finanční situaci daného podniku. Tyto vybrané ukazatele se obvykle sdružují do pěti základních skupin, přičemž každá skupina se váže k některému aspektu finančního stavu podniku. Těmito základními skupinami ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele kapitálového trhu. Níže jsou popsány pouze první čtyři skupiny ukazatelů, neboť ukazatele kapitálového trhu se týkají akciových společností, jejichž akcie jsou volně obchodované. V této diplomové práci je však analyzována společnost s ručením omezeným.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je dána strukturou zdrojů financování. K financování podnikových aktiv lze využít jak vlastní, tak cizí kapitál podniku. Jestliže je k financování podnikových aktiv využíván cizí kapitál, hovoříme o zadluženosti, která, byť i vysoká, nemusí být negativní charakteristikou firmy, neboť v dobře fungující firmě může prostřednictvím finanční páky pozitivně přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu. Ukazatele zadluženosti se tak zabývají vztahem mezi cizími a vlastními zdroji. Tento vztah však nelze posuzovat bez ohledu na strukturu aktiv. Pouze na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí můžeme hodnotit finanční stabilitu podniku.

Jeden z nejdůležitějších ukazatelů finanční stability a zadluženosti je **podíl vlastního kapitálu na aktivech**, jehož propočet je následující

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}. \quad (2.4)$$

Tento ukazatel je založený na porovnání údajů z bilance a umožňuje hodnotit různé stránky finanční stability. Udává, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. Zvyšování ukazatele znamená upevňování

finanční stability, avšak jeho neúměrná výše může vést k poklesu celkové výnosnosti vloženého kapitálu.

Dalším ukazatelem, jenž lze zařadit do skupiny ukazatelů finanční stability a zadluženosti, je **stupeň krytí stálých aktiv**, a se stanoví takto

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.5)$$

Ukazatel poměřuje dlouhodobý kapitál, tj. vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál, ke stálým aktivům. Pro zabezpečení finanční stability firmy by mělo platit, že jsou stálá aktiva firmy kryta dlouhodobými zdroji. Z toho vyplývá, že vysoká hodnota tohoto ukazatele značí vyšší finanční stabilitu firmy. Stupeň krytí by měl dosahovat alespoň hodnoty 100 %, tj. veškerá stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobým kapitálem.

Další ukazatel je **majetkový koeficient**, který je rovněž označován jako finanční páka. Výpočet ukazatele je následující

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.6)$$

Podstata finanční páky spočívá ve skutečnosti, že používá-li podnik k financování cizí zdroje, zahrnuje pak úrok jako cenu za cizí kapitál do svých nákladů. Jelikož zahrnutí úroků do nákladů znamená jejich rozšíření právě o cenu cizích zdrojů, dochází tak ke snížení daňové základny, což se pozitivně projeví v rentabilitě vlastního kapitálu. To by mohlo svádět ke snaze financovat podniková aktiva pouze cizími zdroji, avšak vysoký podíl cizích zdrojů v podniku zvyšuje riziko, což vede následně věřitele i ke zvyšování ceny, za kterou zdroj poskytuje, eventuálně nepůjčí kapitál vůbec. Naopak financování potřeb podniku převážně vlastními zdroji by mohlo vést k finančnímu zatěžování a k nedostatečně pružné reakci na finanční potřeby podniku. Finanční řízení podniku by se tak mělo zaměřovat na dosažení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování, a tento poměr následně udržovat. Efektivní je proto stabilní hodnota ukazatele v čase.

Pro hodnocení přiměřenosti zadlužení podniku slouží **ukazatel celkové zadluženosti**. Hodnotu ukazatele lze vypočítat podle tohoto vztahu

$$\text{ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.7)$$

Celková zadluženost měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy. Platí tak, že čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je vyšší i riziko věřitelů. Ukazatel je významný zejména pro dlouhodobé věřitele, jako jsou komerční banky. Pro ně je žádoucí klesající trend ukazatele celkové zadluženosti.

Dalším ukazatelem zabývajícím se zadlužeností je **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu**, který lze propočíst podle tohoto vzorce

$$\text{ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.8)$$

Akceptovatelná hodnota ukazatele závisí na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. V případě stabilní společnosti by se měla pohybovat přibližně v pásmu od 80 % do 120 %.

Pro ověření toho, zda jsou zajištěny nároky věřitelů na splácení úroků, slouží **ukazatel úrokového krytí**, jehož propočet je následující

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.9)$$

kde *EBIT* (*Earnings Before Interest nad Taxes*) je zisk před úroky a daněmi. Ukazatel udává, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku, tj. kolikrát je zajištěno placení úroku. Jestliže je hodnota ukazatele rovna 100 %, pak podnik vydělá pouze na úroky a vytvořený zisk je nulový. Z toho vyplývá, že vyšší úrokové krytí je znakem lepší finanční situace podniku.

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení**, který lze vyjádřit takto

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.10)$$

Ukazatel vypovídá o tom, jakou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Jako žádoucí se může na první pohled jevit klesající trend úrokového zatížení, avšak hodnoty ukazatele je třeba analyzovat v souvislosti s vývojem rentability a výnosnosti.

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopností podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Vyjadřuje míru zisku, která je v tržní ekonomice hlavním kritériem pro alokaci kapitálu. Díky své schopnosti informovat o efektu, jakého bylo vloženým kapitálem dosaženo, patří ukazatele rentability v praxi k nejsledovanějším ukazatelům.

Základním kritériem hodnocení rentability je rentabilita vloženého kapitálu, která je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál se při výpočtech používá ve třech různých formách, na základě čehož se rozlišují tyto ukazatele: *rentabilita aktiv* (*Return on Assets, ROA*), *rentabilita vlastního kapitálu* (*Return on Equity, ROE*) a *rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu* (*Return on Capital Employed, ROCE*). Dále se používají modifikace ukazatelů rentability, které se liší podle toho, zda se je pro výpočet

použit zisk před úhradou úroků a daní *EBIT* (*Earnings Before Interest and Taxes*), zisk před zdaněním *EBT* (*Earnings Befor Taxes*), zisk po zdanění *EAT* (*Earnings After Taxes*) či zisk po zdanění zvýšený o nákladové úroky, resp. zvýšený o zdaněné úroky.

Za klíčové měřítko rentability bývá považován **ukazatel rentability aktiv**, jehož výpočet je následující

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}. \quad (2.11)$$

Ukazatel rentability aktiv odráží výnosnost celkových aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Vzhledem k tomu, že ukazatel odráží efekt dosažený z celkových aktiv, měl by i čítec zahrnovat nějakou míru celkového výnosu, který plyne jak vlastníkům, tak věřitelům, případně i státu. Proto je vhodné do čítele zahrnout právě *EBIT*.

Efekt z dlouhodobých investic vyjadřuje další ukazatel rentability, a to **rentabilita dlouhodobých zdrojů**. Vzorec pro výpočet je následující

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy}. \quad (2.12)$$

Stejně jak *ROA* měří i *ROCE* všeobecnou efektivnost vloženého kapitálu bez ohledu na to, odkud kapitál pochází. Hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Často je využíván k mezipodnikovému porovnávání.

Významným ukazatelem rentability je **rentabilita vlastního kapitálu**, která se stanoví podle tohoto vztahu

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}. \quad (2.13)$$

Ukazatel vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů, a tedy i jejich zhodnocení v zisku. Podle tohoto ukazatele mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Je žádoucí, aby rentabilita vlastního kapitálu byla vyšší než míra výnosu bezrizikové alokace kapitálu na finančním trhu. Jestliže bude hodnota ukazatele trvale nižší, případně stejná jako výnosnost cenných papírů garantovaných státem, bude podnik jen obtížně hledat investory do své podnikatelské činnosti, neboť racionálně uvažující investor požaduje od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení.

Vedle výše uvedených ukazatelů rentability jsou využívány i další varianty, přičemž jednou z nich je **rentabilita tržeb** (*Return on Sales, ROS*) stanovená takto

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}. \quad (2.14)$$

Ukazatel udává množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. Je jedním z běžně sledovaných ukazatelů finanční analýzy. Bývá užíván zejména pro mezipodnikové srovnání a srovnání v čase. Nízká úroveň ukazatele značí chybné řízení firmy, střední úroveň je znakem dobře pracujícího managementu firmy a dobrého jména firmy na trhu a vysoká úroveň pak ukazuje na nadprůměrnou úroveň firmy.

Ukazatele likvidity

Podnik nemůže být jen rentabilní, ale současně musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům, musí být likvidní. Likviditou tedy rozumíme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Likvidita závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda je v případě potřeby schopen prodat své zásoby, zda má prodejné výrobky apod.

Při hodnocení ukazatelů likvidity je důležité brát v úvahu skutečnost, že oběžný majetek neprodukuje žádný zisk, ale naopak v něm má podnik své zdroje vázány. Do konfliktu se tak dostává snaha o udržení likvidity na co nejnižší možné úrovni s cílem využít volné prostředky k tvorbě zisku a následně na zvýšení rentability, a snaha o zabezpečení likvidity tak vysoké, aby byl s ohledem na prostředí zajištěn předpoklad likvidity.

Úroveň likvidity je dána nejen rozsahem krátkodobých závazků, ale i některými dalšími okolnostmi, kde hlavní roli hraje zejména makroekonomické prostředí, ve kterém podnik funguje. Jestliže se vyznačuje vysokou mírou proměnlivosti, pak je nezbytné, aby podnik vytvářel pro nenadálé situace určité rezervy. Podstatná je také technologie, která je v podniku uplatňovaná, délka výrobního cyklu, šíře sortimentu apod.

Klasickým ukazatelem likvidity je **ukazatel celkové likvidity**, který je často označován také jako ukazatel běžné likvidity. Jeho propočet je následující

$$\text{ukazatel celkové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.15)$$

Ukazatel poměřuje objem oběžných aktiv jako potencionální objem peněžních prostředků s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Za průměrnou výši ukazatele celkové likvidity se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5. Ukazatel má však jisté nedostatky. Často totiž není splněn hlavní předpoklad, že veškerá oběžná aktiva bude možné v krátkém čase přeměnit v hotovost. Hodnoty ukazatele jsou také ovlivněny způsobem oceňování zásob či odložením některých

nákupů. Ukazatel rovněž nezohledňuje strukturu oběžných aktiv z hlediska jejich likvidity či strukturu krátkodobých závazků z hlediska jejich splatnosti.

Nedostatky ukazatele celkové likvidity částečně eliminuje **ukazatel pohotové likvidity**, který lze vyjádřit dle tohoto vztahu

$$\text{pohotov\'a likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.16)$$

Při výpočtu ukazatele pohotové likvidity jsou z oběžných aktiv vyloučeny zásoby jako nejméně likvidní část oběžných aktiv a v úvahu se berou pouze tzv. pohotová oběžná aktiva, tj. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry, pohledávky v tzv. čisté výši, tedy pohledávky po korekci opravnou položkou k pohledávkám. Čítatel ukazatele je vhodné opravit o nedobytné pohledávky, případně o pohledávky, jejichž návratnost je pochybná a likvidita nízká. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.

Nejpřísnějším ukazatelem likvidity je **ukazatel okamžité likvidity**, který lze vypočítat následovně

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\'e platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.17)$$

Ukazatel měří schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik. Mezi pohotové platební prostředky se řadí peníze na účtech, peníze hotovosti a šeky, ale také různé formy rychle mobilizovatelných finančních rezerv, jimiž podnik disponuje (např. některé druhy cenných papírů). Ukazatel slouží zejména k dokreslení úrovně likvidity podniku, neboť je poměrně nestabilní.

Vedle výše uvedených poměrových ukazatelů likvidity lze uvést také rozdílové ukazatele likvidity. Jeden z nejčastěji uváděných ukazatelů tohoto typu je **čistý pracovní kapitál**, který se stanoví podle tohoto vztahu

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}. \quad (2.18)$$

Čistý pracovní kapitál představuje oběžná aktiva očištěná o takové závazky podniku, které bude nutno v nejbližší době (do jednoho roku) uhradit. Lze jej charakterizovat také jako část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji.

Ukazatele aktivity

Jako ukazatele aktivity jsou souhrnně označovány ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Ukazatele informují o tom, jak efektivně využívá podnik jednotlivé majetkové části.

Prakticky se jedná o ukazatele typu počtu obrátů či doby obratu, které jsou využívány pro řízení aktiv. Zatímco v prvním případě informuje vypočtené číslo o počtu obrátek aktiv za období, během kterého bylo dosaženo daných tržeb použitých v ukazateli (nejčastěji rok), v druhém případě odráží vypočtené číslo počet dní, po který trvá jedna obrátka, tedy za jak dlouho dojde k obratu aktiv ve vztahu k tržbám.

Ukazatelem prvního typu je **obrátka celkových aktiv**, kterou lze vypočítat pomocí následujícího vzorce

$$\text{obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.19)$$

Ukazatel měří intenzitu využití celkového majetku. Udává, kolikrát se aktiva přemění za dané časové období v peněžní prostředky. Obrátka celkových aktiv je využívána zejména pro mezipodnikové srovnání. Spolu s rentabilitou tržeb patří k nejvýznamnějším ukazatelům efektivnosti, přičemž platí, že čím je hodnota ukazatele vyšší, tím efektivněji podnik využívá majetek.

Představiteli druhého typu ukazatelů jsou doba obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků. **Doba obratu aktiv** se stanoví dle tohoto vztahu

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.20)$$

Ukazatel udává dobu, za kterou dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Aby podnik hospodařil efektivně, je žádoucí, aby relativní vázanost klesala. Výsledná hodnota ukazatele by tak měla být co nejnižší. Hodnota je přitom určena obratem fixního a pracovního kapitálu a platí, že čím je podíl fixních aktiv vyšší, tam je vyšší také hodnota ukazatele.

Dalším ukazatelem aktivity je **doba obratu zásob** stanovená dle následujícího vzorce

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.21)$$

Ukazatel charakterizuje úroveň běžného provozního řízení. Udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Obecně platí, že čím je doba obratu zásob kratší, tím podnik využívá své zásoby efektivněji. Doba obratu zásob je však žádoucí udržovat na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši.

O strategii řízení pohledávek vypovídá další ukazatel aktivity, a to **doba obratu pohledávek**, kterou lze vyjádřit pomocí tohoto vzorce

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.22)$$

Doba obratu pohledávek udává dobu inkasa pohledávek, tedy počet dní, které uplynou mezi vystavením faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem připsání hotových prostředků na účet podniku. Čím je doba inkasa delší, tím je delší doba, po kterou podnik poskytuje svým obchodním partnerům bezplatný obchodní úvěr.

Mezi ukazatele aktivity se řadí také **doba obratu závazků**, kterou lze vyjádřit pomocí tohoto vztahu

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.23)$$

Doba obratu závazků je protipólem doby obratu pohledávek. Vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé podniku poskytli obchodní úvěr. Vypovídá o platební disciplíně podniku vůči dodavatelům.

2.3.3 SWOT analýza

Analýza SWOT je nástroj umožňující porovnání výsledků získaných analýzou vnitřních charakteristik podniku a analýzou vnějšího okolí podniku. Označení SWOT vyplývá z počátečních písmen faktorů ovlivňujících fungování podniku. Jedná se o:

- příležitosti (opportunities) a ohrožení (threats) dané vnějším okolím podniku,
- silné (strengths) a slabé (weaknesses) stránky samotného podniku.

O příležitostech hovoříme v případě, kdy vnější trendy poskytují podniku určitou možnost růstu jako je dosažení vyššího zisku, většího podílu na trhu, rozšíření předmětu podnikání či zvýšení počtu zaměstnanců apod. Jedná se tedy o pozitivně působící vlivy na fungování podniku. Hrozbám je podnik vystaven tehdy, když vnější trendy znesnadňují nebo dokonce zpochybňují existenci podniku. V tomto případě se jedná o vliv negativní.

Silné stránky představují schopnosti a zdroje, kterými podnik disponuje a které mu umožňují získat konkurenční výhodu v podobě kvalitnějšího výrobku, novější technologie, zvukné značky či levnějších služeb. Slabé stránky vystihují, co podniku chybí, co dělá špatně či hůře než konkurence. Může se také jednat o podmínky, které staví podnik do nevýhody.

SWOT analýza má sloužit jako prostředek komplexního posouzení fungování firmy. Proto je vhodné v jejím závěru zhodnotit, co ve vnitřních charakteristikách podniku a okolí, kterému je podnik vystaven, převažuje. Jestli podnik disponuje spíše silnými či slabými stránkami a zda plynou z okolního prostředí spíše příležitosti či hrozby.

2.4 Finanční plán podniku

Finanční plánování je prioritní funkcí řízení podniku. Představuje formalizované rozhodování o způsobu financování, o investování kapitálu do výnosného majetku a také o peněžním hospodaření. Produktem finančního plánování je finanční plán jako zjednodušený model budoucích stavů a toků ve finančním systému podniku.

Finanční plán lze charakterizovat jako soubor kritérií pro rozhodování v přítomnosti o činnostech, jejichž důsledky nastanou v budoucnosti. Jedná se o klíčový nástroj řízení firmy a plní v podniku čtyři důležité úlohy:

- pomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivity,
- definuje parametry pro řízení systémů,
- představuje jasný popis o zdrojích a očekáváních organizace,
- usnadňuje hodnocení manažerů a hospodářských jednotek.

Finanční plány jsou sestavovány pro různá období. Obecně lze za stěžejní finanční plán považovat plán roční, avšak pro účely stanovení hodnoty firmy je rozhodující dlouhodobý finanční plán skládající se ze tří hlavních finančních výkazů o hospodářské činnosti. Jedná se o:

- výkaz zisku a ztráty charakterizující účelový vztah mezi vstupy a výstupy (náklady a výnosy),
- rozvahu vyjadřující stav majetku a zdrojů jeho krytí,
- výkaz cash-flow, který vypovídá o toku finančních prostředků (vztah mezi příjmy a výdaji).

Tyto finanční výkazy jsou vzájemně provázány. Je tedy nutné je chápat jako jeden celek a mít je vždy na zřeteli včetně jejich vazeb. Stejně tak je potřeba brát v úvahu skutečnost, že výkazy zisku a ztráty a cash - flow jsou vyjádřeny v tokových veličinách, kdežto rozvaha vyjadřuje stav k určitému okamžiku.

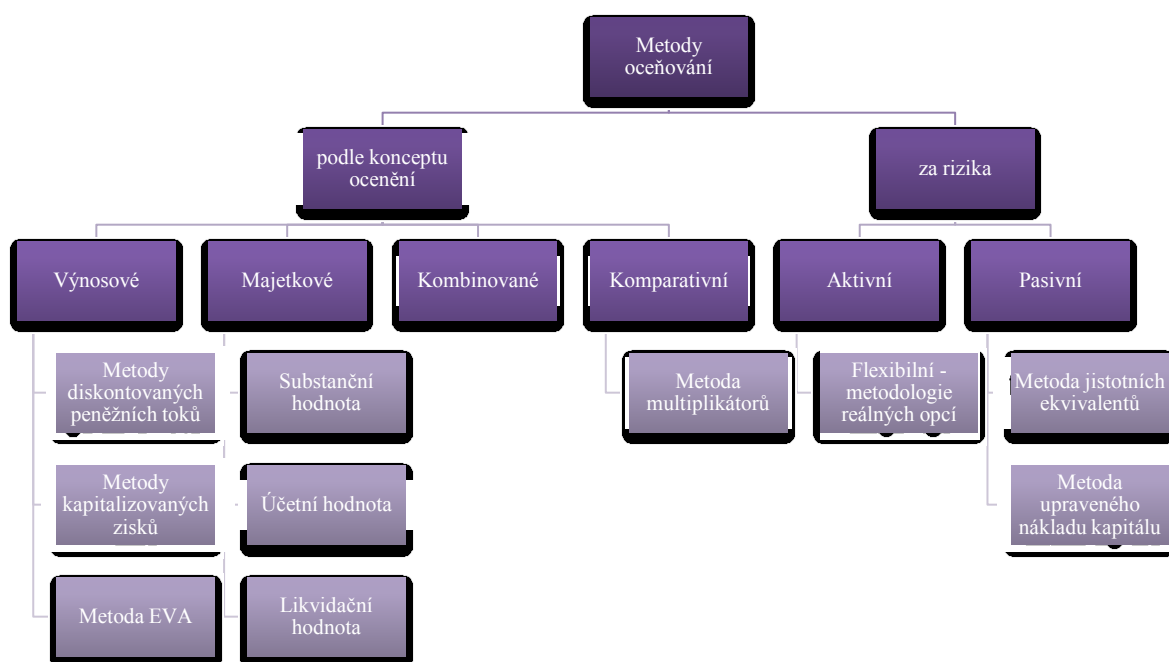
2.5 Metody oceňování podniku

Jak z teoretického, tak z praktického hlediska existuje celá řada metod stanovení hodnoty podniku. Vzhledem k tomu, že volba správné metody oceňování rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování, lze považovat za základní předpoklad správného ocenění podniku volbu metody ve vazbě na cíl oceňování. Dalším významným

aspektem ovlivňujícím výběr metody, je subjektivní postoj toho, kdo ocenění provádí. V praxi je pak běžné, že se pro ověření správnosti závěrů výsledná hodnota podniku opírá o použití více oceňovacích metod.

Jak již bylo řečeno výše, existuje mnoho metod stanovení hodnoty firmy. Tyto metody lze členit podle konceptu ocenění nebo podle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Schématicky je toto členění metod ocenění znázorněno v níže uvedeném obrázku.

Obrázek 2.1 Metody stanovení hodnoty podniku



Zdroj: Dluhošová (2008)

Metody oceňování za rizika vycházejí ze skutečnosti, že budoucí finanční toky, ze kterých je hodnota podniku odvozena, jsou rizikové a nejisté, a ocenění tak probíhá za podmínek rizika. Jestliže pak předpokládáme pasivní přístup managementu podniku, lze aplikovat *metodu upraveného nákladu kapitálu* nebo *metodu jistotních ekvivalentů*. V případě, že se však uvažuje s aktivními zásahy managementu v budoucnosti, nabízí se poměrně nový přístup oceňování, a to *metodologie reálných opcí*. Jedná se o flexibilní metodu za rizika, která připouští a oceňuje možné budoucí aktivní zásahy managementu. Při ocenění jsou tak uvažovány podmíněné (kontingentní) nároky, které lze uplatňovat pouze v některých předem vymezených případech.

Dle metodického konceptu ocenění existuje několik základních metod, a to metody výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. Tyto metody jsou podrobněji popsány níže.

2.5.1 Výnosové metody

U této skupiny metod se vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem jsou u podniku očekávané výnosy. Nejsprávnější je považovat za tyto výnosy konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli, avšak je možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy, např. zisk či dividendy. Podle toho, jakým způsobem jsou definovány očekávané výnosy, pak rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku.

Hodnota podniku u těchto metod tedy závisí především na definici budoucích výnosů, a dále na volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu.

Do této skupiny metod můžeme zařadit tyto metody k oceňování:

- metodu diskontovaných peněžních toků *DCF*,
- metodu kapitalizovaných zisků a
- metodu *EVA*.

2.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Základní výnosovou metodou je z hlediska principu metoda diskontovaných peněžních toků, neboť peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty.

Při využití metody diskontovaných peněžních toků ke stanovení hodnoty podniku je důležité nejdříve správně vymezit budoucí peněžní toky vhodné pro ocenění, následně určit náklady kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány a na závěr stanovit hodnotu podniku pomocí metody ocenění.

Metoda diskontovaných peněžních toků se může vyskytovat ve více variantách, které se liší podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze kapitál vlastní, a podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Na základě těchto kritérií tedy můžeme rozlišovat metodu *DCF-Entity*, metodu *DCF-Equity*, metodu *DDM* (*Dividend Discount Model*) neboli dividendový diskontní model a metodu *APV* (*Adjusted Present Value*).

U metody **DCF-Entity** je oceňován celkový kapitál. Při výpočtu jsou brány v úvahu volné peněžní toky jak pro vlastníky, tak pro věřitele *FCFF*, a ty jsou diskontovány nákladem

celkového kapitálu $WACC$. Těmito kroky dosáhneme tržního ocenění celkového kapitálu podniku, přičemž konkrétní propočet hodnoty jako perpetuity je následující

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.24)$$

V případě metody **DCF-Equity** je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky vztahující se pouze k vlastnímu kapitálu $FCFE$ jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Hodnotu podniku jako perpetuitu lze tedy určit takto

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.25)$$

Výsledkem ocenění je tržní hodnota vlastního kapitálu, tedy hodnota, která připadá vlastníkům podniku. Růst této hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů jako rozhodujících motivů a cílů při finančním řízení firmy.

Metoda DDM slouží k oceňování vlastního kapitálu. Peněžní tok pro vlastníky je vyjádřen pomocí dividendy. V podstatě se tedy jedná o modifikovaný model DCF , kdy se místo FCF používá dividendy. Metoda je využitelná u podniku, který dosahuje zisk a stabilně vyplácí dividendy. Výsledná hodnota je ovlivněna řadou faktorů, kterými jsou např. úroveň dividendy, očekávaná prodejní cena akcie či očekávané tempo růstu. Jsou rozlišovány dvě verze metody DDM , a to verze s konstantními FCF a verze s konstantně rostoucími FCF , což je tzv. Gordonův model. Vzorec pro výpočet je následující

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.26)$$

kde DIV je dividendy v běžném období, R_E je náklad na vlastní kapitál, g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Metodou APV je oceňován celkový kapitál. Hodnotu nezadluženého podniku získáme diskontováním finančních toků nezadlužené firmy $FCFE_U$ nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_U . Pro ocenění zadlužené firmy je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy diskontovat daňový štít TS náklady dluhu R_D . Hodnotu podniku jako perpetuitu lze stanovit takto

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.27)$$

Vymezení volných finančních toků

Při použití těchto metod pro stanovení hodnoty firmy je důležité co nejpřesněji určit peněžní toky vhodné pro ocenění a stanovit náklady kapitálu, pomocí kterých budeme tyto peněžní toky diskontovat.

Volné finanční toky (*Free Cash Flow, FCF*), označované také jako volné peněžní toky, představují rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu. Podle toho, jakým způsobem je vymezena kategorie kapitálu, jsou rozlišovány volné finanční toky pro vlastníky a věřitele *FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*), volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*) a volné finanční toky pro věřitele *FCFD* (*Free Cash Flow to the Debt*).

Volné finanční toky vztažené k celkovému kapitálu *FCFF* představují peněžní tok, ze kterého budou, po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku (investice a změna pracovního kapitálu), uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. Skládají se tedy ze dvou složek, a to z peněžních toků pro vlastníky *FCFE* a z peněžních toků pro věřitele *FCFD*, což lze vyjádřit takto

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.28)$$

Volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* představují toky z pohledu vlastníků, například akcionářů. Jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti a jsou určeny takto

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + S, \quad (2.29)$$

kde $\Delta \text{ČPK}$ je změna stavu čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky), *INV* jsou investiční výdaje, *S* je saldo neboli rozdíl mezi čerpáním dluhu a splátkou dluhu.

Volné finanční toky pro věřitele *FCFD* charakterizují toky z pohledu věřitelů, například komerčních bank a lze je vyjádřit následovně

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.30)$$

kde *t* je sazba daně z příjmu, *- S* je saldo z pohledu banky, tedy rozdíl příjmů z inkasovaných splátek z dluhu a výdajů na poskytnuté dluhy (úvěry).

Z výše uvedeného lze odvodit další vztah pro výpočet *FCFF*, tedy peněžních toků z celkového kapitálu, takto

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + \text{úroky} \cdot (1 - t). \quad (2.31)$$

Tento vztah lze zapsat také pomocí *EBIT*, což je provozní zisk před zdaněním, takto

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV, \text{ neboť} \quad (2.32)$$

$$\text{čistý zisk} + \text{úroky} \cdot (1 - t) = EBIT \cdot (1 - t). \quad (2.33)$$

U finančních toků celkového kapitálu *FCFF* se nevyskytuje složka salda financování *S* z toho důvodu, že se tato položka z pohledu vlastníků a věřitelů kompenzuje a tedy vyruší.

V případě, že je celkový kapitál tvořen pouze kapitálem vlastním a jedná se o firmu nezadluženou (*Unleveraged*), pak jsou volné finanční toky vlastního kapitálu *FCFE_U*

i celkového kapitálu $FCFF_U$ totožné. Volné finanční toky nezadlužené firmy $FCFE_U$ jsou tvořeny pouze finančními toky z provozní a investiční činnosti. Úroky spojené s cizím kapitálem se zde nevyskytují. Výpočet volných finančních toků nezadlužené firmy $FCFE_U$ je následující

$$FCFE_U = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV. \quad (2.34)$$

Jestliže budeme pracovat s finančním tokem pro firmu jako celek $FCFF$, pak musí také náklady kapitálu odrážet skutečnost, že je finanční tok určen jak věřiteli, tak vlastníkům, a stanoví se proto na bázi průměrných nákladů kapitálu $WACC$. Výsledkem je v tomto případě hodnota podniku jako celku a pro vyčíslení hodnoty vlastního kapitálu je nutné odečíst nominální hodnotu cizích zdrojů k datu ocenění. Pokud však použijeme finanční toky pouze pro vlastníky $FCFE$, musíme tyto finanční toky diskontovat náklady na vlastní kapitál R_E a výsledkem je pak hodnota vlastního kapitálu firmy. Postup stanovení nákladů kapitálu užívaných k diskontování finančních toků je uveden v kapitole 2. 6.

Fázové metody

Běžně se předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu, tzv. going concern. Avšak plánování ekonomických efektů v jednotlivých letech je pro neomezené časové období velmi náročné. Navíc firma prochází různými fázemi vývoje jako je pomalý růst, zrychlený růst, stabilní růst, bez růstu nebo naopak pokles apod. Tento problém lze řešit využitím dvofázové, třífázové nebo obecně vícefázové metody.

Nejčastěji jsou fázové metody využívány právě u metod DCF , kde jsou budoucím ekonomickým efektem volné finanční toky, avšak mohou být uplatněny i u dalších metod, jež vycházejí z odhadu budoucích ekonomických veličin.

Nejjednodušším případem je **jednofázová metoda**, u které se předpokládá stejné chování po celé období, přičemž trvání firmy je neomezeno. Konkrétní propočet hodnoty firmy jednofázovou metodou byl u jednotlivých metod DCF uveden již výše. Zobecněná podoba propočtu hodnoty firmy jednofázovou metodou při konstantních FCF je následující

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.35)$$

nebo s tempem růstu či poklesu g

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.36)$$

$$\text{kde } g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}, \quad g \in (-1; R) \text{ a zároveň } g_t \neq R. \quad (2.37)$$

Reálnější je však rozdělit trvání firmy na dvě fáze a hodnotu podniku tak určit dle **dvoufázové metody**. První fáze je obvykle plánována na 4 až 6 let. Předpokládá se, že situace ve společnosti je lépe předvídatelná a je možné odhadnout a plánovat FCF z podnikové činnosti relativně přesně. Druhá fáze následující bezprostředně po fázi první trvá do nekonečna. Předpokládá se, že v této fázi je možné stanovit a odhadnout pouze trend vývoje finančních toků.

Hodnotu firmy lze určit souhrnně za obě fáze takto

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.38)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi a V_2 je hodnota firmy za druhou fázi. Jak již bylo řečeno výše, finanční toky v první fázi lze určit relativně přesně, a tedy hodnotu firmy v první fázi určíme jako současnou hodnotu budoucích finančních toků v jednotlivých letech takto

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.39)$$

kde T je délka první fáze a R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

V druhé fázi se uvažuje pouze s trendem volných finančních toků. Je potřeba stanovit tzv. pokračující hodnotu PH , což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Jestliže předpokládáme konstantní finanční toky v druhé fázi, je pokračující hodnota stanovena následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.40)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu v druhé fázi. V případě předpokládaného konstantního růstu peněžních toků g pak lze pokračující hodnotu určit takto

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.41)$$

Pokračující hodnota vyjadřuje pouze hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze, ale vzhledem k momentu ocenění je potřeba vyjádřit její současnou hodnotu, tedy diskontovat pokračující hodnotu k momentu ocenění, což lze provést takto

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.42)$$

Výsledná hodnota podniku je stanovena jako součet hodnot obou fází a lze ji vypočíst dle následujícího vztahu

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.43)$$

Zobecněním dvoufázové metody je **vícefázová metoda**, u které je vývoj FCF rozdělen do různých fází s různým vývojem, přičemž poslední fáze má opět neomezené trvání. Hodnota podniku se také zde stanoví jako součet hodnot zjištěných za jednotlivé fáze

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.44)$$

Tento výpočet lze vyjádřit pomocí fázových hodnot FH , jež představují hodnotu firmy za danou fázi k počátku dané fáze. Fázovou hodnotu je nutné stejně jako pokračující hodnotu diskontovat k momentu oceňování.

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1 + R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1 + R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1 + R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1 + R_{n-1})^{T_{n-1}}}. \quad (2.45)$$

Zde T_i udává délku od momentu oceňování po konec i -té fáze. Fázová hodnota je pak obecně určena takto

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_i)^t}, \quad (2.46)$$

kde $Q_i = T_i - T_{i-1}$ je délka fáze. Pro g platí krom poslední fáze $g_t \neq R_i$.

2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (nebo též metoda kapitalizovaných zisků) je oceňovací přístup využívaný zejména v německy mluvících zemích. Tento přístup je založen na principu současné hodnoty budoucích čistých výnosů. Výnosy jsou odhadovány z historických dat, přičemž východiskem k jejich stanovení jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let.

Jedná se o metodu equity, což znamená, že výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu.

Jsou rozlišovány dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů, a to metoda analytická a paušální. Analytická metoda vychází z toho, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Jedná se o jistou obdobu metody *DCF-Equity*. U paušální metody je pak čistý výnos odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných, avšak upravených, výnosů a nákladů.

U obou variant metody kapitalizovaných čistých výnosů je první krok směřující ke stanovení hodnoty firmy stejný. Jedná se o analýzu a úpravu dosavadních výsledků hospodaření s cílem dobrat se skutečných výsledků hospodaření, které by případně mohly být rozděleny a dosáhnout srovnatelnosti a návaznosti mezi minulostí a budoucností tak, aby

mohly být minulé výsledky hospodaření základem pro plánování výsledků budoucích. Úpravy minulých výsledků hospodaření zde spočívají zejména ve vydělení významných položek nákladů a výnosů plynoucích z provozně nepotřebného majetku, zaúčtování výnosů a nákladů do období, ke kterému se věcně a časově vztahují, rozložení nepravidelných výnosů a nákladů na příslušná období, eliminaci výnosů a nákladů jednorázové povahy či rozložení nákladů účtovaných v minulosti, jejichž výsledky lze ale očekávat až v budoucnosti. Dále je nutné vyčlenit z minulých účetních výkazů vliv plynoucí z konkrétních osob a další specifické faktory jako jsou privátní výdaje podnikatele, členů jeho rodiny či manažerů podniku a zabezpečit, aby byly všechny analyzované účetní výkazy srovnatelné, tedy vyrovnat důsledky změn v účetní politice oceňovaného podniku. Pokud mají tyto provedené úpravy výsledků hospodaření vliv na daně, je pak třeba propočítat i změny v placených daních. Vhodné je také přepočítat časovou řadu minulých výsledů hospodaření na cenovou úroveň roku, ke kterému se ocenění vztahuje.

Další kroky následující po těchto úpravách výsledků hospodaření je třeba pro analytickou a paušální metodu již rozlišovat.

Analytická metoda

Propočet výnosové hodnoty u analytické metody je obdobný jako u metody *DCF* s tím rozdílem, že očekávaný výnos není na rozdíl od metody *DCF* kalkulován z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Východiskem pro ocenění touto metodou je stejně jako u metody *DCF* sestavení finančního plánu. Cílem sestavování finančního plánu je u analytické metody prognóza budoucích čistých výnosů. Aby bylo možné vyjádřit současnou hodnotu těchto budoucích čistých výnosů, je potřeba stanovit také náklady kapitálu. Po těchto krocích již lze přistoupit k samotnému stanovení hodnoty firmy analytickou metodou.

Pro stanovení hodnoty podniku tedy v tomto případě vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Jestliže máme řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů k dispozici a předpokládáme trvalou existenci podniku, můžeme hodnotu podniku stanovit dvoufázovou metodou následovně

$$V = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1 + R_t)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{R_t} \cdot (1 + R_t)^{-T}, \quad (2.47)$$

kde V je hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu, $\check{C}V_t$ je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T je délka období, pro které lze v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos, tj. délka první fáze, $T\check{C}V$ je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu, R_t jsou náklady kapitálu.

V první fázi je čistý výnos pro každý rok zjištěn ze sestaveného finančního plánu. Druhá fáze je vzdálenější období, o kterém nemůžeme říci nic přesnějšího, a proto zde počítáme se stabilní výší čistého výnosu.

Analytická metoda je založená na analýze minulých výsledků a jejich prognóze do budoucnosti. V některých případech je však jakákoliv prognóza obtížná, např. u menších podniků pracujících na zakázku. Pro tyto případy je pak vhodná metoda paušální.

Paušální metoda

Základem ocenění paušální metodou je výnosový potenciál k datu ocenění. Stejně jako v případě analytické metody i zde je nutné analyzovat a upravit minulé výsledky hospodaření podniku, a to s cílem určit čistý výnos, který by bylo možno rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu podniku. Z úrovně výnosu k rozdělení v posledním roce před datem ocenění je pak vyvozován výnosový potenciál podniku k datu ocenění. Protože však tento výnos nemusí být pro dlouhodobé ocenění podniku reprezentativní, objektivizujeme ho tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 až 5 let a pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu, který je jádrem ocenění paušální metodou, pak používáme průměr za celé zkoumané minulé období, přičemž dřívější léta mají obvykle menší váhu než léta pozdější.

Trvale odnímatelný čistý výnos tedy stanovíme z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů,

$$\text{trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t, \quad (2.48)$$

kde $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu a K je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Před samotným výpočtem hodnoty podniku je třeba ještě určit náklady kapitálu, které musí být v případě paušální metody očištěny o inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami. Hodnotu vlastního kapitálu podniku V lze určit pomocí vzorce pro věčnou rentu, tedy

$$V = \frac{T\check{C}V}{R_t}, \quad (2.49)$$

kde TCV je trvale odnímatelný čistý výnos, R_t jsou náklady kapitálu.

K paušální metodě je vhodné ještě poznamenat, že zpravidla nebere v úvahu budoucí růstové možnosti a předpokládá, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů.

2.5.1.3 Metoda EVA

Poměrně novou metodou je metoda *EVA*, která na rozdíl od metod *DCF* nepracuje s finančními toky, ale s ukazatelem *EVA* – *Ekonomická přidaná hodnota* (*Economic Value Added*). Ukazatel *EVA* je odrazem snahy investorů nalézt takové podniky, které by byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří tzv. ekonomický zisk, což je zisk, kterého podnik dosahuje tehdy, pokud je schopen uhradit náklady na kapitál, včetně kapitálu vlastního. Pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk a tento účetní zisk je větší než náklady na kapitál představující minimální míru výnosnosti kapitálu, pak podnik dosahuje ekonomického zisku a hodnota ukazatele *EVA* je kladná.

Obecný propočet ukazatele *EVA* je následující

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.50)$$

kde *NOPAT* je zisk z operativní činnosti podniku po zdanění, *C* je kapitál vázaný v aktivech sloužící k operativní činnosti podniku a *WACC* jsou náklady na celkový kapitál.

Stejně jako v případě metod *DCF* rozeznáváme i u metody *EVA* přístupy určování hodnoty podniku ve variantách entity, equity nebo upravených nákladů na kapitál. První je potřeba vypočítat hodnotu aktiv a následně oddělením nominální hodnoty dluhu získáme odhad hodnoty vlastního kapitálu.

Hodnotu podniku lze určit na základě vztahu

$$V = C_0 + MVA, \quad (2.51)$$

kde *V* je hodnota firmy, *C*₀ je investovaný kapitál a *MVA* je tržní přidaná hodnota (*Market Value Added*), jenž má v tomto přístupu k oceňování významnou úlohu a lze ji na bázi hodnotového rozpětí definovat takto

$$MVA = V - C, \quad (2.52)$$

kde *V* je celková tržní hodnota podniku, *C* je celkový investovaný kapitál. Na bázi zúženého hodnotového rozpětí za zjednodušujícího předpokladu, že se tržní a účetní hodnota dluhu rovnají, lze *MVA* stanovit následovně

$$MVA = V_E + BV_E, \quad (2.53)$$

kde V_E je tržní hodnota vlastního kapitálu, BV_E je účetní hodnota vlastního kapitálu. Při určování tržní hodnoty firmy roste v současné době význam analýz založených na současné hodnotě. V souvislosti s tím se čím dál více zdůrazňuje tržní přidaná hodnota jako současná hodnota budoucích EVA , tedy

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}. \quad (2.54)$$

Na základě výše uvedeného vztahu lze s využitím průměrných nákladů na kapitál $WACC$ nalézt nový vztah pro stanovení hodnoty firmy metodou EVA , který má následující tvar

$$V = C_0 + PV(EVA) = C_0 + \sum_{t=1}^T EVA_t \cdot (1 + WACC)^{-t}, \quad (2.55)$$

2.5.2 Majetkové metody

Majetková hodnota podniku představuje souhrn individuálně oceněných položek majetku, od něhož je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Koncept ocenění u těchto metod tedy spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů, přičemž způsob ocenění jednotlivých druhů majetku je obsažen v zákoně o účetnictví.

Tato skupina metod zahrnuje:

- metodu účetní,
- metodu substanční a
- metodu likvidační hodnoty.

2.5.2.1 Metoda účetní

Tato metoda poskytuje odpověď na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. K výpočtu jsou využívány stavové veličiny, které poskytuje rozvaha. Metoda tedy vychází z historických cen.

Jedná se o ocenění dle zásad platných v účetnictví, na jejichž základě je sestavena rozvaha vyjadřující účetní ocenění podniku. Hodnotou netto je vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál. Hodnotu vlastního kapitálu získáme po odpočtu účetní hodnoty dluhů a závazků od účetní hodnoty aktiv, získané součtem jednotlivě oceněných složek aktiv.

Účetní metoda se řadí k jednodušším metodám, avšak také k metodám nejméně přesným. Její výhodou je relativně snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet. Na její nižší vypovídací schopnosti se pak podílí fakt, že aktiva v účetní rozvaze obvykle nezahrnují

všechna aktiva, která podnik vlastní. Jedná se především o nehmotný majetek, který tvoří stále větší část podnikových aktiv. Nevýhodou je také skutečnost, že účetní metoda nevychází z tržního ocenění, které se může od nominálních účetních hodnot výrazně lišit.

2.5.2.2 Substanční metoda

Substanční metoda reaguje na nedostatky účetní metody, tedy především na princip účtování v historických cenách. Vychází ze skutečnosti, že účetnictví nedokonale zobrazuje tržní hodnotu majetku, resp. hodnotu, která by byla spojena se znovupořízením majetkových částí v dané struktuře při dané míře opotřebení. Jejím cílem je tedy odpověď na otázku, kolik by musel investor zaplatit, kdyby chtěl podobný podnik „na zelené louce“ zřídit znovu.

Základem pro výpočet hodnoty podniku by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snížená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti. Výsledkem ocenění je substanční hodnota netto S_n , jejíž výpočet lze podle Dluhošové (2008) znázornit následovně.

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \quad \text{výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ = & \quad \text{substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \quad \text{hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ = & \quad \text{substanční hodnota netto } S_n. \end{aligned}$$

Substanční metoda je metodou velmi pracnou, neboť je obtížné dospět k faktickému zjištění reprodukčních nákladů spojených se znovupořízením jednotlivých složek stálých aktiv. Jejím nedostatkem je také skutečnost, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a opomíjí hodnotu goodwillu, specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku. V porovnání s účetní metodou má však určité přednosti, a to zejména zohlednění tržních podmínek při ocenění položek majetku, neboť jsou zde k ocenění používány reprodukční pořizovací ceny. Substanční metoda zobrazuje reálněji hodnotu majetku podniku.

2.5.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Podstatou metody likvidační hodnoty je zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, přičemž se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá

aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora.

Konkrétní výnos z prodeje závisí na mnoha faktorech. Svou roli sehrává např. časové období, které je pro likvidaci podniku potřebné. Vedle faktoru času působí také intenzita likvidity, tedy míra rozdělení podnikového majetku na části, které pak mohou být s největší výhodou rozprodány. Podstatné je také to, zda likvidace podniku probíhá pod vnějším tlakem nebo se jedná o likvidaci převážně dobrovolnou. V případě likvidace pod tlakem se dá předpokládat, že bude likvidační hodnota podstatně nižší než likvidační hodnota za podmínek normálního rozprodeje řízeného z hlediska výhodnosti.

Likvidační hodnota může být zajímavá pro vlastníky zejména v případě, když je tato hodnota vyšší, než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou a v případě, že je likvidační zůstatek kladný. V takovéto situaci mohou vlastníci likvidací získat více, než kdyby byl podnik nadále v chodu.

Výpočet likvidační hodnoty je z teoretického hlediska snadný, avšak z hlediska praktického je určení likvidační hodnoty velmi obtížné, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny.

2.5.3 Komparativní metody

Podstatou komparativních metod, označovaných také jako metody relativního tržního oceňování či metody tržního srovnání, je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Tyto metody se nejčastěji využívají u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích.

Ke stanovení hodnoty firmy jsou zde využívány multiplikátory, pomocí nichž jsou zohledňovány rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Obecně lze tedy touto metodou stanovit hodnotu podniku následovně

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.56)$$

přičemž multiplikátory lze konstruovat různě, například

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}, \quad (2.57)$$

$$\text{multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.58)$$

Hodnotu vlastního kapitálu firmy V_E s využitím multiplikátoru v podobě ukazatele P/E stanovíme takto

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.59)$$

Hodnotu aktiv firmy V_A , pokud je multiplikátorem ukazatel MV/BV , lze stanovit následovně

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.60)$$

Jednoduchost výpočtu a rychlost získání hodnoty je výhodou této metody, avšak vzhledem k odlišnosti mezi srovnatelnými podniky nelze spoléhat pouze na multiplikátory a je třeba do ocenění promítnout i další vlivy, např. pomocí různých srážek a přírážek, které jsou subjektivního charakteru.

Vypovídací schopnost těchto metod je malá, protože je potřeba splnit podmínky srovnatelnosti, tedy nalézt srovnatelný podnik a vybrat vhodný ukazatel v relativním vyjádření pro výpočet (multiplikátor). Nalézt srovnatelný podnik je však velmi obtížné, neboť každý podnik je specifický svou strukturou činností, typem podniku, fází vývoje a podobně.

Lze říci, že metoda má svůj význam pro vymezení prostoru, v němž by se hodnota podniku měla pohybovat. S její pomocí tedy můžeme posoudit reálnost výsledků, které jsme získali pomocí výnosových metod.

2.5.4 Kombinované metody

Tyto metody se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové. Hodnota podniku je zde určena jako průměr hodnot propočtených dle výše uvedených metod. Obecně lze dle těchto metod hodnotu podniku stanovit jako vážený průměr, tedy

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.61)$$

kde w_i jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a V_i je hodnota propočtená podle jednotlivých metod, přitom $w_i \in [0;1]$ a $\sum_i w_i = 1$.

Ke kombinovaným metodám se řadí zejména Schmalenbachova metoda neboli metoda střední hodnoty a metoda vážné střední hodnoty.

Schmalenbachova metoda je založena na myšlence, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. K výpočtu hodnoty podniku lze tak využít aritmetický průměr výnosové a substanční metody, tedy

$$V = (V_S + V_V) / 2, \quad (2.62)$$

kde V_S je hodnota podniku, zjištěná substanční metodou a V_V je hodnota podniku vypočtená výnosovou metodou.

Substanční hodnota má v různých odvětvích různý význam a není proto vhodné používat vždy jen prostý průměr. Možnost diferencovat váhy pro různá odvětví poskytuje **metoda vážené střední hodnoty**, u níž můžeme výpočet hodnoty podniku vyjádřit následovně

$$V = w_I \cdot V_S + w_V \cdot V_V, \quad (2.63)$$

kde w_I, w_V jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění, přičemž $w_I, w_V \in [0;1]$, $w_I + w_V = 1$.

Výhodou kombinovaných metod je, že umožňují částečně odstranit nedostatky metody substanční hodnoty, u které nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku, a na druhé straně také nedostatky metody výnosové, která nezachycuje skutečnou hodnotu využívaného majetku.

2.6 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu lze obecně charakterizovat jako náklady podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Představují minimální požadovanou míru výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu.

Náklady na kapitál je možné chápat ze dvou pohledů, a to z pohledu investora a z pohledu podniku. Z pohledu podniku jsou náklady kapitálu cenou za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora se jedná o požadavek na výnosnost, kterou musí firma dosahovat, aby nedošlo k poklesu bohatství pro investory.

Celkově lze rozlišovat tři kategorie nákladů kapitálu, a to náklady na celkový kapitál neboli průměrné náklady kapitálu, náklady na kapitál vlastní a náklady na kapitál cizí.

2.6.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) představují kombinaci nákladů různých forem kapitálu a lze je vyjádřit následovně

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.64)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál.

Náklady na celkový kapitál tedy zahrnují dvě složky, a to náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Podíl těchto složek na celkovém kapitálu je potřeba vyčíslit na základě tržních hodnot. Jestliže však není finanční trh dostatečně rozvinut a vycházíme tak z účetních dat, je potřeba chápat dané údaje pouze jako určitou aproximaci a tedy přiblížení tržním podmínkám.

2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. V případě rozvinutého kapitálového trhu se náklady dluhu odvozují z tržních cen obligací. Jestliže však neexistuje rozvinutý trh s obligacemi, s dostatečným množstvím a strukturou obligací, určují se náklady R_D nejčastěji z úrokových sazeb cizího kapitálu dle rizika a splatnosti.

Náklady kapitálu získané formou dluhu R_D (např. formou úvěru či emise obligací) se vyjadřují v podobě úroku sníženého o daňový štít, tedy o úspory z daní, které z použití cizího kapitálu plynou, což lze vyjádřit takto

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.65)$$

kde i je úroková míra z dluhu, t je sazba daně.

Jestliže má podnik různou strukturu úvěrů, je možné náklady kapitálu určit následovně

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.66)$$

Náklady dluhu, který podnik získal formou upisování obligací, lze určit jako výnos do splatnosti obligace, tedy jako vnitřní výnosové procento z tohoto vztahu

$$P = \sum_{t=1}^T c \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.67)$$

kde P je tržní cena obligace, c je kupónová platba, T je doba do splatnosti obligace, NV je nominální hodnota obligace.

2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Určit náklady na kapitál vlastní R_E je již obtížnější. K jejich stanovení lze využít tržních přístupů či metod a modelů vycházejících z účetních dat. Výběr metody k určení nákladů na kapitál vlastní závisí zejména na dostupnosti dat, což je spojeno s tržními podmínkami a vyspělostí finančních trhů. Základními metodami, jež jsou využívány pro odhad nákladu vlastního kapitálu, jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*,

- arbitrážní model oceňování – *APM* (*Arbitrage Pricing Model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM je tržním přístupem ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Vychází z předpokladu, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Model je založen na funkčním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia jakožto rizikového faktoru, který vyjadřuje riziko celého trhu. Jedná se o model jednofaktorový a nejčastěji se objevuje v podobě *CAPM-SML* beta verze,

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.68)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Koeficient beta je odhadován pomocí metod regresní analýzy, např. metodou nejmenších čtverců či metodou maximální věrohodnosti. Je ovlivněn rovněž zadlužeností firmy. Za předpokladu modelu MM II je možné stanovit hodnotu beta zadlužené firmy β^L v závislosti na beta nezadlužené firmy β^U následovně

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.69)$$

kde D/E je zadluženost vlastního kapitálu, t je daňová sazba.

Alternativním modelem oceňování aktiv je **Arbitrážní model oceňování – APM**, který opět představuje tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o vícefaktorový model. Rovnovážnou podmínkou je v případě modelu *APM* nemožnost arbitráže, což znamená, že žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Základní tvar modelu *APM* je následující

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.70)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Dividendový model je možné využít pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Tržní cenu akcie

lze za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcií a konstantní hodnoty dividendy DIV určit jako perpetuitu, z čehož pak vyplývá vztah pro určení nákladů na vlastní kapitál R_E ,

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.71)$$

Jestliže bude hodnota dividendy DIV v příštích letech růst tempem g , změní se vztah pro výpočet nákladů kapitálu na Gordonův dividendový model s konstantním růstem takto

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.72)$$

U **stavebnicových modelů** lze alternativní náklad vlastního kapitálu R_E stanovit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií odvozovaných z podnikových účetních dat. Existuje celá řada variant stavebnicových modelů, které se liší podle algoritmu stanovení a vyčíslení rizikových přírážek. Dle stavebnicového modelu využívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu, který vychází z předpokladu modelu MM II, jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ stanoveny následovně

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}. \quad (2.73)$$

Zde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Podle tohoto modelu jsou celkové náklady zadlužené firmy $WACC_L$ určeny pro $D = UZ - VK$ takto

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.75)$$

a náklady vlastního kapitálu je pak možno vyjádřit takto

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.76)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje (vlastní kapitál, bankovní úvěry a obligace), VK je vlastní kapitál, A jsou aktiva, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, $\frac{CZ}{Z}$ je daňová redukce, UM je úroková míra.

Náklady vlastního kapitálu lze určit pomocí přírážek následovně

$$R_E = WACC_U + R_{\text{finstr}} = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA} + R_{\text{finstr}}, \quad (2.77)$$

kde riziková přírážka za zadluženost označená jako finanční struktura je

$$R_{\text{finstr}} = WACC_U + R_E. \quad (2.78)$$

Z důvodu zamezení extrémních případů autoři v tomto případě doporučují limity na velikost přírážky. Jestliže $R_E = WACC_U$, pak $R_{finstr} = 0$, jestliže $R_E - WACC_U > 10 \%$, pak $R_{finstr} = 10 \%$.

$WACC_U$ však není konstantní a bude se měnit se změnou rizikových přírážek, tedy produkční síly, likvidity, velikosti podniku a finanční stability. Postup při stanovení rizikových přírážek pro $WACC_U$ je následující.

Pro stanovení *rizikové přírážky charakterizující velikost podniku* R_{LA} se použije tento propočet

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.79)$$

a to v případě, že $UZ > 0,1$ mld. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč. Pokud $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0,00 \%$. Jestliže $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 5,00 \%$,

V případě *rizikové přírážky charakterizující produkční sílu* $R_{podnikatelské}$ je ukazatel $EBIT/A$ porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Ukazatel $X1$ je definován následovně

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM. \quad (2.80)$$

Pokud $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$. Je-li $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak

$R_{podnikatelské} = 10,00 \%$ a pokud $\frac{EBIT}{A} \geq 0$ a zároveň $\frac{EBIT}{A} \leq X1$, pak se přírážka stanoví takto

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1 \quad (2.81)$$

Při stanovení *rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity* $R_{finstab}$ se vychází z ukazatele celkové likvidity v následující podobě

$$L3 = \frac{OA}{\text{krát. závazky} + \text{bank. úvěry a výpomoci} - \text{dl. bank. úvěry}}, \quad (2.82)$$

přičemž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity, $XL1$ a $XL2$. Doporučené hodnoty pro jednotlivé podniky jsou $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$. Je-li $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab} = 10 \%$. Pokud $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0$. Je-li $XL1 < L3 < XL2$, pak je riziková přírážka stanovena takto

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.83)$$

2.7 Analýza citlivosti při stanovení hodnoty firmy

Finanční plán podniku, ze kterého se vychází při stanovení hodnoty firmy výnosovými metodami, je sestaven za podmínek nejistoty, neboť nemůžeme s určitostí říci, že k námi prognózovanému vývoji skutečně dojde. Proto je vhodné výslednou hodnotu podniku podrobit analýze citlivosti.

Analýza citlivosti je nástroj umožňující posoudit, do jaké míry lze výslednou hodnotu firmy považovat za obecně platnou a do jaké míry se jedná pouze o výsledek podmíněný uplatněnými předpoklady. Princip této analýzy spočívá v tom, že je posuzována změna výsledné hodnoty podniku při odchylce jednoho faktoru o parametr $\alpha \in [-1;1]$. Obecně je postup analýzy citlivosti založen na skutečnosti, že určitý syntetický finanční ukazatel lze vyjádřit jako funkci dílčích ukazatelů,

$$U = f(F_1, F_2 \dots F_n). \quad (2.84)$$

Citlivost tohoto souhrnného ukazatele na první faktor (obdobně i pro další faktory) pak lze stanovit dvojím způsobem, a to jako hodnota při změně faktoru takto

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n], \quad (2.85)$$

nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru,

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n]. \quad (2.86)$$

3 Charakteristika vybraného podniku

Kapitola obsahuje základní informace o společnosti, její historický vývoj a také vývoj současný včetně přiblížení sortimentu společnosti. Vedle charakteristiky oceňované společnosti jako takové je kapitola zaměřena rovněž na strategickou a finanční analýzu společnosti a analýzu SWOT shrnující silné a slabé stránky společnosti, příležitosti a hrozby dané jejím okolím.

3.1 Základní informace o společnosti

Společnost Fruko-Schulz s. r. o. působí na českém trhu od roku 1992 a za tuto dobu se dokázala zařadit mezi čtyři největší likérky v České republice. Zabývá se výrobou, skladováním a prodejem alkoholických nápojů, tj. konzumních lihovin a ovocných vín, a nealkoholických nápojů, tj. konzumních sirupů.

Společnost je zapsaná v obchodním rejstříku, vedeném Krajským soudem v Českých Budějovicích oddíl B., vložka 1328.

<i>Obchodní firma:</i>	Fruko-Schulz s. r. o.
<i>Sídlo:</i>	Jindřichův Hradec, Jiráskovo předměstí 629, PSČ 377 01
<i>Právní forma:</i>	společnost s ručením omezeným
<i>Datum vzniku:</i>	18. 6. 1992
<i>Identifikační číslo:</i>	466 79 421
<i>Základní kapitál:</i>	31 000 000,- Kč

Předmět podnikání:

- výroba lihovin a nealko nápojů
- zpracování ovoce a zeleniny
- obchodní činnost – koupě zboží za účelem prodeje a další prodej kromě případů vyžadujících zvláštní oprávnění

Společník:

FURATO, a. s.

Jindřichův Hradec III, Jiráskovo předměstí 629, PSČ 377 01

Identifikační číslo 618 60 247

Vklad: 31 000 000,- Kč

Splaceno: 31 000 000,- Kč

Obchodní podíl 100 %

Organizační struktura:

Organizační struktura společnosti odpovídá požadavkům s. r. o. ve struktuře – valná hromada – jednatelé – obchodní úsek, výrobní úsek, skladový úsek a ekonomický úsek.

3.2 Historie společnosti

Společnost Fruko-Schulz s. r. o. navázala na tradici původního výrobce, firmy Moritz Schulz – výroba ovocných vín., což byla první firma zabývající se výrobou ovocných a dezertních vín v Rakousko – Uhersku. S narůstající výrobou vybudoval pan Schulz pro lisovnu ovoce rozsáhlé sklepy se skladovací kapacitou pro ovoce. Popularita a prodejnost jeho vín mu umožnily následně koupit také pivovar v Kardašově Řečici, kam později lisovnu barevného ovoce přemístil.

V období války se podnik nijak zvlášť nerozvíjel. Činnost podniku se i nadále orientovala na výrobu dezertních vín jako byla např. jablečná, rybízová nebo borůvková vína, a na výrobu ovocných sirupů.

Ani po znárodnění, kdy podnik převzal do své správy stát, nedocházelo k výraznému rozvoji. Podnik byl přiřazen ke společnosti Jihočeská Fruta se sídlem v Českých Budějovicích, která se skládala z řady dalších závodů s různým výrobním zaměřením. Celkem tato společnost spravovala šest závodů, jež se orientovaly zejména na výrobu konzerv, paštik, kečupů apod.

Jindřichohradecký závod se dostal do povědomí českého obyvatelstva zejména výrobou Jindřichohradeckého rumu, který je znám jako „rum s plachetnicí“, a proto si společnost podobu této plachetnice chrání ochrannou známkou. Postupně se začal závod na výrobu lihovin, ovocných vín a sirupů osamostatňovat, až se od společnosti Jihočeská Fruta odtrhl úplně, zřídil si znovu svůj lihovar a lisovnu v Kardašově Řečici a začal se již plně rozvíjet.

V roce 1990 vznikl samostatný státní podnik FRUKO Jindřichův Hradec s. p. a v roce 1993, kdy v restituci syn původních majitelů Rudolf Schulz dostal zpět provoz v Jindřichově Hradci, vznikla společnost Fruko-Schulz spol. s r. o.

Společnost Fruko-Schulz spol. s r. o. postupně opouštěla staré výrobní prostory v Komenského ulici a hlavní část své výroby přesunula do nového objektu na Jiráskově předměstí. V první fázi přesunu proběhla instalace stáčecí linky a vybavení likérky, čímž bylo umožněno vyrábět veškeré lihoviny v novém provozu. V druhé fázi pak proběhla instalace stáčecí linky na lahve o obsahu 0,2 l.

Vzhledem k pozdějšímu vysokému zájmu o výrobu octa instalovala společnost na jeho výrobu samostatnou stáčecí linku, tentokrát v balení do plastových láhví. Tato linka je dnes využívána na plnění sirupů do PET lahví.

Následná snaha již úplně opustit staré nevyhovující prostory v Komenského ulici a v pivovare si vynutila další investice, a to do samostatné varny, skladu cukru a zásobních nádrží v objektu na Jiráskově předměstí. Po rozjezdu těchto výrobních kapacit se společnost stala nezávislou na přesunu rozpracované výroby a celá výroba včetně stáčení, skladování a odbytu je od té doby realizována v hlavním objektu na Jiráskově předměstí.

Společnost se dokázala ihned po svém vzniku dostat do povědomí odběratelů díky poměrně široké nabídce sirupů, které byly obměňovány dle přání zákazníků a stejně tak díky široké nabídce lihovin, z nichž dominantní roli hraje již zmiňovaný Jindřichohradecký RUM a dále také vodka Franz Joseph. Tyto výrobky jsou chráněny proti falzifikaci hologramem umístěným na etiketě.

K výrobkům společnosti se v roce 1999 zařadila také mýtická lihovina ABSINTH. Jako jediná společnost na světě nabízí i její slabší variantu ABSINTH likér. V roce 2000 pak bylo instalováno originální ruské zařízení na výrobu ruské vodky PUSHKIN, které je ojedinělé ve spolupráci s rodinou Puškinů v celé Evropě. Postup výroby těchto výrobků je přísně střežen.

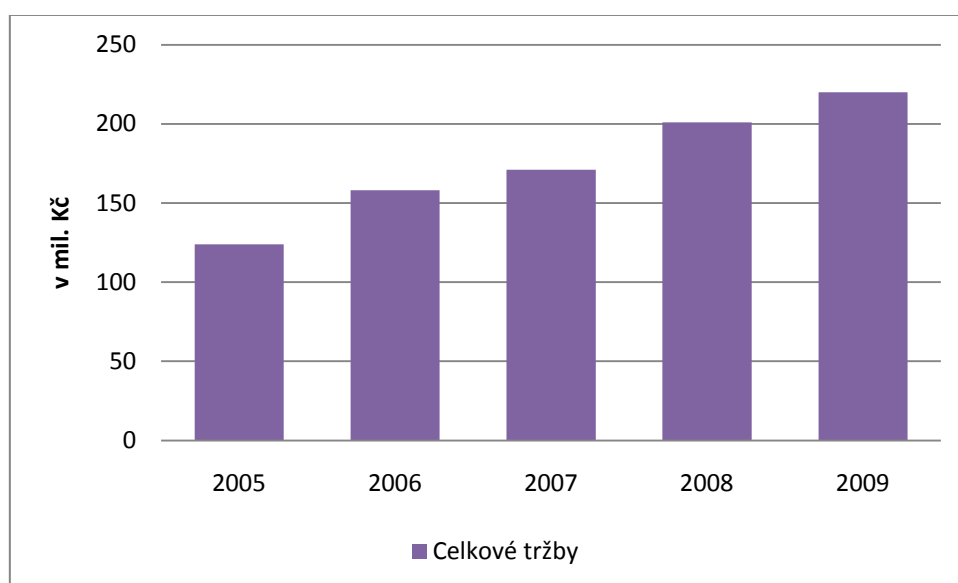
V roce 2003 odkoupili vlastnický podíl od potomků restituanta Rudolfa Schulze Ing. Josef Nejedlý a Ing. Vladislav Blecha.

3.3 Současný vývoj a sortiment společnosti

Hlavní činností společnosti je výroba a prodej výrobků z oblasti lihovin a sirupů pro nejširší vrstvy spotřebitelů.

V oblasti lihovin si společnost na českém trhu udržuje velmi významné postavení. Jak již bylo řečeno výše, řadí se mezi čtyři největší likérky v České republice. V letech 2005 až 2009, která jsou v této práci sledována, dosahovala společnost kladných výsledků hospodaření a pozitivně lze hodnotit rovněž růst tržeb společnosti v tomto období. Vývoj tržeb v těchto letech je zobrazen v grafu 3.1, přičemž celkové tržby v tomto případě představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, které tvoří dominantní část tržeb společnosti, ale rovněž tržby z prodeje zboží zahrnující zejména tržby za prodej lihovin cizích výrobců, neboť i ty souvisejí s hlavní činností podniku.

Graf 3.1 Vývoj celkových tržeb společnosti Fruko-Schulz s. r. o. v letech 2005 až 2009



V roce 2009 činil výstav lihovin 67 695 hl, z toho 33 970 hl připadalo na rum a 19 168 hl tvořila vodka. Výstav sirupů činil 1 810 tun. Celkové tržby z prodeje vlastních lihovin dosáhly výše 181 651 tis. Kč a tržby z prodeje sirupů činily 28 923 tis. Kč. Z těchto částek tvořil 19 933 tis. Kč export.

Z výše uvedeného vyplývá, že dominantní podíl na činnosti společnosti mají lihoviny. Nejvýrazněji se na dosažených výsledcích společnosti podílí Tuzemák, dříve Jindřichohradecký „rum s plachetnicí“. Tuzemák je nejznámější český rum, který je vyráběn podle tradiční receptury, se stabilní kvalitou a již léta se těší široké oblibě na domácím trhu. Významný podíl na tržbách společnosti má také vodka, ať už vodka Franz Joseph, tak známá vodka Pushkin. Jedná se o klasickou ruskou vodku vyráběnou podle původní receptury rodiny Puškinů ve spolupráci s přímým potomkem ruského spisovatele a básníka Alexandra Sergejeviče Puškina, panem Alexandrem Puškinem. Její výroba probíhá na klasickém ruském

zařízení pod odborným dozorem ruského technologa. Svou kvalitou se řadí mezi vodky nejvyšší třídy. Z lihovin je vhodné se zmínit ještě o výrobě tradičního českého Absinthu, který je hlavním exportním artiklem společnosti Fruko-Schulz s. r. o. Kromě těchto výrobků společnost vyrábí celou řadu dalších klasických konzumních lihovin jako je Meruňka, tzv. Zelená, Hruškovice, Vaječný likér apod.

Fruko-Schulz s. r. o. se zabývá také výrobou ovocných sirupů. Přestože tuto oblast své produkce společnost příliš marketingově nepodporuje, jedná se o dlouholetou stálici. Nejprodávanějším výrobkem v této kategorii je hustý a cukernatý Ovocit.

3.4 Strategická analýza

Účelem strategické analýzy je posoudit podmínky, ve kterých podnik působí a které mohou jeho činnost ovlivňovat. Tyto podmínky jsou dány jak makroekonomickým prostředím, tak odvětvím, do kterého podnik patří. Strategická analýza tak zahrnuje analýzu makroprostředí a mikroprostředí podniku, které jsou následně společně s finanční analýzou východiskem pro sestavení SWOT analýzy, tj. analýzy silných a slabých stránek oceňovaného podniku, jeho příležitostí a hrozeb daných okolím.

3.4.1 Analýza makroprostředí

Vývoj každého podniku je ovlivňován vývojem vnějšího prostředí, které podnik obklopuje. Toto tzv. makroprostředí je nejčastěji redukováno pouze na prostředí ekonomické, neboť jednotlivé veličiny ekonomického prostředí jsou relativně snadno kvantifikovatelné a jejich vývoj obvykle vykazuje příčinnou souvislost s vývojem vlastní výkonnosti podniku.

V rámci diplomové práce je zkoumán vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky, a to hrubého domácího produktu (HDP), inflace, nezaměstnanosti, úrokových sazeb a devizových kurzů.

Vývoj HDP

Prvním z analyzovaných makroekonomických ukazatelů je HDP. Na počátku sledovaného období procházela česká ekonomika hospodářským růstem, jehož vrcholu bylo dosaženo ve 4. čtvrtletí roku 2007. Následovala fáze zpomalování a o rok později, ve 4. čtvrtletí roku 2008, dopadla na domácí exportně zaměřenou ekonomiku globální ekonomická krize. Česká ekonomika vstoupila do recese, která se v roce 2009 projevila poklesem reálného produktu o 4,1 % , viz tabulka 3.1.

Tabulka 3.1 Vývoj HDP v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
HDP (v mld. Kč, běžné ceny)	2 984	3 222	3 535	3 689	3 626
HDP (v mld. Kč, stálé ceny)	2 630	2 809	2 982	3 055	2 928
HDP (v %, reálně)	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MF ČR

V prvním analyzovaném roce, v roce 2005, byl rychlý růst ekonomiky odrazem zejména příznivých výsledků zahraničního obchodu, který profitoval z náběhu nových exportních kapacit. Podstatně méně intenzivní byl vliv výdajů domácností na konečnou spotřebu i výdajů na tvorbu hrubého fixního kapitálu při negativním vlivu tvorby zásob. V ekonomice se méně spotřebovávalo a akumulovalo, než bylo vytvořeno zdrojů na nabídkové straně, což byl hlavní důvod výrazného růstu HDP. Ekonomický růst byl podporován také poklesem daňového zatížení právnických osob. Mírně se ještě projevovaly již odeznívající jednorázové efekty plynoucí ze vstupu České republiky do EU.

Stabilitu rozvoje národního hospodářství České republiky na relativně vysoké úrovni potvrdil i rok 2006. Zahraniční obchod však byl jako hlavní faktor hospodářského růstu nahrazen rostoucím vlivem výdajů na konečnou spotřebu domácností a tvorbou kapitálu. K hospodářskému růstu přispělo zejména zvýšení investiční aktivity a spotřeby domácností vlivem příznivého ekonomického vývoje.

Trend silné ekonomické aktivity ve vývoji české ekonomiky pokračoval i v roce 2007. Dosažený růst byl nejvyšší v historii České republiky, přičemž stejně jako v předchozím roce byla hlavním zdrojem růstu reálného hrubého domácího produktu domácí poptávka. Výdaje domácností rostly zejména v souvislosti s vývojem na trhu práce charakterizovaným růstem zaměstnanosti a rostoucími příjmy obyvatelstva. Zrychlil se rovněž růst tvorby fixního kapitálu a již čtvrtým rokem pokračovala v zahraničním obchodě tendence rychlejšího růstu vývozu zboží a služeb ve stálých cenách před jejich dovozem.

Přestože se v roce 2008 svět potýkal s globální krizí, která zpočátku postihla finanční sektor, avšak následně se rozšířila také do reálné ekonomiky, nacházela se česká ekonomika po většinu roku v dobré kondici, i když dynamika jejího růstu zejména vlivem působení hospodářského cyklu postupně oslabovala. Až v závěru roku 2008 došlo ke zlomu, na kterém se podepsal především propad zahraniční poptávky. Negativně se projevilo rovněž nižší tempo spotřeby domácností v souvislosti s realizovanými reformami a v první polovině roku také růst cen surovin a rychlé posilování kurzu koruny.

V roce 2009 pokračoval nepříznivý globální hospodářský vývoj spojený s výrazným útlumem poptávky, který na českou ekonomiku dolehl v závěru roku 2008 jako externí šok. Došlo k dalšímu oslabení exportních trhů, což se výrazně promítlo do úrovně tuzemského ekonomického výkonu, zejména v prvních třech čtvrtletích roku 2009. Celoročně táhl ekonomiku dolů propad tvorby hrubého kapitálu. Nižší investiční aktivita souvisela především s úspornými opatřeními firem, které byly při nízkém využití stávajících kapacity nuceny přehodnocovat a odkládat své investiční záměry. I když tendence meziročního poklesu ekonomického výkonu trvala po celý rok, bylo možné od poloviny roku pozorovat určité prvky stabilizace vývoje. Došlo ke zpomalování propadu zahraničního obchodu a průmyslu a následně i k obnovení jejich mírného růstu, což bylo způsobeno zejména zlepšením podnikatelského klimatu v Německu. Hrubý domácí produkt od 3. čtvrtletí v porovnání s předchozím čtvrtletím mírně rostl, čímž se česká ekonomika zařadila do druhé vlny zemí EU, které vystoupily z recese.

Vývoj inflace

Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen ve sledovaných letech rostla, s výjimkou roku 2009, kdy došlo k jejímu výraznému snížení, viz tabulka 3.2.

Tabulka 3.2 Vývoj míry inflace v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Míra inflace (průměr v %)	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MF ČR

Na počátku sledovaného období, v roce 2005, bylo nízkoinflační prostředí jedním z hlavních rysů české ekonomiky. Inflace činila 1,9 %, což byl v dlouhodobém srovnání třetí nejnižší výsledek od roku 1990. Nákladové tlaky na zvyšování cenové hladiny byly v roce 2005 mírné, rychlý hospodářský růst nepůsobil negativně na cenovou úroveň a navíc působila protiinflačně zhodnocující koruna. Zhodnocování koruny pokračovalo i v roce 2006, avšak na rozdíl od roku 2005 již nedokázalo kompenzovat vliv růstu dovozních cen surovin, který spolu s některými změnami v regulovaných cenách vedl ke zvýšení míry inflace o 0,6 p. b. na 2,5 %. Růst míry inflace následoval rovněž v roce 2007. Souběh vzestupu cen potravin a energií doprovázený růstem daní a nájemného tlačil v závěru roku inflaci vzhůru. Celkově se míra inflace zvýšila na 2,8 %. Nejvyšší průměrné míry inflace však bylo za sledované

období dosaženo v roce 2008, když se zvýšila o 3,5 p. b. oproti průměru roku 2007 na 6,3 %. Tento výrazný nárůst byl způsoben opět administrativní mi vlivy, konkrétně zvýšením snížené sazby DPH, růstem cen plynu, spotřební daně z cigaret, cen elektřiny, cen tepla, zavedením zdravotnických poplatků u lékaře a zvýšením cen regulovaného nájemného. Po vysoké inflaci v roce 2008 nastala v roce 2009 výrazná deflace. Propad průměrné míry inflace byl v roce 2009 způsoben snížením poptávky vlivem ekonomické nejistoty, a to jak ze strany podniků, tak běžných spotřebitelů. Oslabení nákladových a poptávkových tlaků společně s posilujícím kurzem koruny a tzv. bazickým efektem, tj. nízkou srovnávací základnou, způsobilo pokles míry inflace měřené přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen o 5,3 p. b. na pouhé 1 %, což je druhá nejnižší hodnota od roku 1989.

Vývoj nezaměstnanost

Vývoj nezaměstnanosti v České republice je níže popsán pomocí obecné míry nezaměstnanosti vyjadřující podíl počtu nezaměstnaných osob na celkové pracovní síle. Obecná míra nezaměstnanosti vychází z Výběrového šetření pracovních sil a odpovídá metodice Eurostatu vypracované na základě doporučení Mezinárodní organizace práce. Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v letech 2005 až 2009 je uveden v tabulce 3.3.

Tabulka 3.3 Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Míra nezaměstnanosti (průměr v %)	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MF ČR

Konjunktura ekonomiky probíhající v převážné části analyzovaného období našla svůj odraz rovněž na trhu práce. V roce 2005 se vytvářela nová pracovní místa, přičemž významná byla poptávka po nových zaměstnancích, především v nově otevřených firmách nadnárodních společností. Míra nezaměstnanosti tak dosáhla 7,9 %. Příznivý vývoj pokračoval i v roce 2006 a míra nezaměstnanosti poklesla o 0,8 p. b. na 7,1 %. V roce 2007 docházelo stejně jako ve dvou zmíněných předcházejících letech k růstu produktivity práce a rovněž zaměstnanosti, která zaznamenala maximum za posledních 11 let. V důsledku toho plynule klesala rovněž nezaměstnanost, a to na úroveň 5,3 %. Příznivý vývoj na trhu práce dosáhl svého vrcholu v roce 2008. Obecná míra nezaměstnanosti poklesla na 4,4 %. Mezičtvrtletní pokles se však soustavně zmenšoval a ve 4. čtvrtletí 2008 již míra nezaměstnanosti vlivem poklesu výkonnosti ekonomiky nepatrně vzrostla. Negativní vliv poklesu výkonnosti ekonomiky

na úroveň nezaměstnanosti pokračoval po celý rok 2009. Průměrná míra nezaměstnanosti se zvýšila na 6,7 %, tedy meziročně o 2,3 p. b. Přesto byla stále nižší než průměrná míra EU.

Vývoj devizových kurzů

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem je vývoj devizových kurzů. Vývoj české koruny vůči euru a americkému dolaru v letech 2005 až 2009 uvádí tabulka 3.4.

Tabulka 3.4 Vývoj devizových kurzů v letech 2005 až 2009

		2005	2006	2007	2008	2009
CZK/EUR	roční průměr	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45
	zhodnocení v %	7,1	5,1	2,1	11,3	-5,7
CZK/USD	roční průměr	23,95	22,61	20,31	17,03	19,06
	zhodnocení v %	7,3	5,9	11,3	19,2	-10,6

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MF ČR

S výjimkou posledního roku docházelo v průměru ve sledovaném období k posilování koruny vůči oběma referenčním měnám, což bylo z dlouhodobého hlediska způsobeno příznivým vývojem české ekonomiky a vysokým objemem přímých zahraničních investic. V průměru za rok 2005 koruna zejména vlivem těchto faktorů zhodnocovala, avšak zpomalovala apreciaci vůči euru a v závěru roku dokonce proti dolaru oslabila. V roce 2006 meziročně v průměru zhodnotila o 5,1 % vůči euru. K dolaru postupně korigovala své krátkodobé oslabení kolem přelomu roku 2005 a 2006 a od dubna nastoupila opět trend zhodnocování. V průměru za rok vůči dolaru zhodnotila o 5,9 %. V roce 2007 nebyl pohyb koruny vždy jednoznačný, přesto pokračovala v dlouhodobém trendu zhodnocování, přičemž k euru meziročně zhodnotila v průměru o 2,1 %, k dolaru pak o 11,3 %. K obratu kurzu české koruny došlo ve 3. čtvrtletí roku 2008. Zhodnocení koruny vůči oběma referenčním měnám kulminovalo v červenci. V následujících měsících procházela koruna obdobím korekcí zejména vůči dolaru. V roce 2009 již česká koruna znehodnotila vůči euru v průměru o 5,7 % a vůči dolaru v průměru o 10,6 %.

Vývoj úrokových sazeb

Vývoj úrokových sazeb v České republice je popsán pomocí průměrné pražské mezibankovní nabídkové sazby (*PRIBOR – Prague InterBank Offered Rate*) s tříměsíční splatností. Jedná se o sazbu, za kterou si na českém mezibankovním trhu banky poskytují

úvěry. Rovněž je využívána jako sazba referenční, tzn., že se od ní úrokové sazby některých úvěrů odvíjejí. Roční průměr sazby PRIBOR 3M v letech 2005 až 2009 je uveden v tabulce 3.5.

Tabulka 3.5 Vývoj úrokových sazeb finančního trhu (PRIBOR 3M) v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
PRIBOR 3M (roční průměr v %)	2,01	2,30	3,09	4,04	2,19

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČNB

Úroková sazba PRIBOR 3M ve sledovaném období rostla, a to s výjimkou posledního roku. Na počátku sledovaného období činila 2,0 %. Došlo tak k jejímu snížení o 0,35 p. b. oproti průměrné hodnotě z roku 2004. V roce 2006 se tato úroková sazba zvýšila na 2,3 % a následující rok o dalších 0,8 p. b. na 3,1 %. V roce 2008 činila úroková sazba PRIBOR 3M 4,4 %. Vzhledem k silnému kurzu v roce 2008, zpomalování růstu ekonomiky a prognóze inflace na rok 2009, která mířila k inflačnímu cíli či dokonce pod něj začala v závěru roku ČNB uvolňovat měnovou politiku, v čemž pokračovala i v roce 2009. Úroková sazba PRIBOR 3M se tak za rok 2009 dostala na průměrnou hodnotu 2,2 %

Vývoj v roce 2010 a predikce vývoje

V roce 2010 docházelo v České republice k postupnému ožívání ekonomického výkonu. Dle odhadů vzrostl reálný HDP o 2,5 %, přičemž hlavním zdrojem růstu byla pravděpodobně tvorba hrubého kapitálu v souvislosti s obnovováním zásob a v menší míře spotřeba domácností. Pro rok 2011 je očekáváno mírné zpomalení ekonomického růstu na 2,2 % vlivem konsolidačních fiskálních opatření. V roce 2012 je pak predikováno zvýšení HDP o 2,7 %. Výhled Ministerstva financí na roky 2013 a 2014 činí postupně 3,2 % a 3,8 %.

Průměrná míra inflace dosáhla v roce 2010 výše 1,5 %, což je třetí nejnižší hodnota od roku 1989. Pro následující dva roky je očekáván růst spotřebitelských cen v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB, tedy mírně nad 2 %. V roce 2011 konkrétně 2,3 % a v roce 2012 by pak měla míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen činit 2,4 %. Výhled na následující dva roky činí postupně 2,2 % a 1,9 %.

Na trhu práce se ještě v roce 2010 projevovaly důsledky recese. Situace by se však měla pozvolna zlepšovat v roce 2011, kdy je očekáváno po dvou letech poklesu zvýšení zaměstnanosti o 0,3 %, v roce 2012 pak o 0,6 %. V roce 2010 zřejmě dosáhla míra

nezaměstnanosti svého vrcholu. Dle odhadů dosáhla výše 7,3 %. V roce 2011 a v roce 2012 by tak měla mírně klesat, a to na 7,2 % v roce 2011 a 6,8 % v roce 2012.

Průměrná hodnota 3M PRIBORu dosáhla za celý rok 2010 výše 1,3 %. Pro rok 2011 není očekávána změna a je tak tato úroková sazba predikována opět ve výši 1,3 %. Mírné zvyšování sazby PRIBOR je očekáván od 2. pololetí roku 2011, nemělo by to však být razantní a tlumit tak křehké oživování ekonomiky oslabené restriktivními úspornými opatřeními. Pro rok 2012 je odhadnut průměrný 3M PRIBOR na 1,9 %.

Průměrná roční hodnota kurzu CZK/EUR za rok 2010 činila 25,29 CZK/EUR. Do roku 2012 je očekáváno zachování tendence k mírnému nominálnímu i reálnému zhodnocování vlivem předstihu růstu produktivity v české ekonomice oproti zemím eurozóny. Pro rok 2011 je tak predikována průměrná roční výše kurzu 24,3 CZK/EUR a v roce 2012 je očekáván průměrný roční kurz ve výši 23,6 CZK/EUR.

Obdobný vývoj lze očekávat i v případě devizového kurzu CZK/USD. V roce 2010 činil roční průměr 19,11 CZK/USD. Pro rok 2011 je predikován roční průměr na 18,7 CZK/USD a pro rok 2011 pak 18,2 CZK/USD.

3.4.2 Analýza mikroprostředí

Oceňovaná společnost Fruko-Schulz s. r. o. spadá do zpracovatelského průmyslu, konkrétně se jedná o CZ-NACE 11 - Výroba nápojů.

Ve vyspělých tržních ekonomikách je zpracovatelský průmysl jedním z hlavních zdrojů tvorby hrubého domácího produktu a ani v případě České republiky tomu není jinak. V letech 2003 až 2007 se díky hospodářské konjunktuře rozvíjel zpracovatelský průmysl České republiky velmi dynamicky. Téměř polovinu meziročního růstu ekonomiky bylo možné vysvětlit právě vývojem v rámci zpracovatelského průmyslu. Zlomovým obdobím v tomto příznivém vývoji byla druhá polovina roku 2008, kdy se začaly projevovat dopady finanční krize a ekonomické recese. Tržby zpracovatelského průmyslu poklesly oproti předchozímu roku o 1,4 %. Výrazný propad zaznamenal zpracovatelský průmysl až v roce 2009, kdy poklesly celkové tržby tohoto odvětví až o 17 %. Na hrubé přidané hodnotě (HPH) se v roce 2009 podílel zpracovatelský průmysl 23,6 % (v běžných cenách) což bylo o 1 p. b. méně než v roce 2008. Obrat zpět k lepšímu se projevil v roce 2010, neboť dle Ministerstva průmyslu a obchodu měly za období leden až září 2010 stoupnout tržby proti stejnému období roku 2009 o 11,4 %.

Jak již bylo uvedeno výše, oceňovaná firma se zahrnuje do odvětví výroby nápojů. Podle dříve uplatňované metodiky klasifikace ekonomických činností OKEČ spadal

zpracovatelský průmysl do sekce D, která se dělila na čtrnáct sektorů (subsekcí – dvoumístný písemný segment) a 23 oddílů (odvětví – dvoumístný číselný OKEČ). V rámci tohoto členění byl potravinářský průmysl, tedy výroba potravin a nápojů, sledován v jednom oddílu, a to OKEČ 15 - výroba potravin a nápojů.

Od roku 2009 se již uplatňuje nová metodika, CZ-NACE, dle které patří zpracovatelský průmysl do sekce C, členěné na 24 oddílů, přičemž výroba potravin a nápojů je již rozdělena do samostatných oddílů. Výroba potravin je zařazena do oddílu CZ-NACE 10 a výroba nápojů patří do oddílu CZ-NACE 11. I přes toto rozdělení však představují výroba potravin a výroba nápojů společně potravinářský průmysl.

Potravinářský průmysl představuje v EU s obratem 965 mld. EUR důležitý pilíř ekonomiky Unie a na HDP se podílí 2 %. Polovina obratu tohoto odvětví je produkována malými a středními podniky, které vytvářejí rozhodující část podnikatelské základny a zpracovávají převážnou část agrární produkce. Odvětví výroby potravin a nápojů má v EU pozitivní saldo obchodní bilance a zaměstnává 4,4 mil. osob.

Obdobně jako v EU patří výroba potravin a nápojů v ČR k významným odvětvím zpracovatelského průmyslu a na HDP se podílí 2,7 %. U tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v b. c. činil v roce 2009 podíl potravinářského průmyslu na zpracovatelském průmyslu 9,9 %. U ukazatele účetní přidaná hodnota činil tento podíl 10,4 % a v případě zaměstnanosti pak 10,5 %.

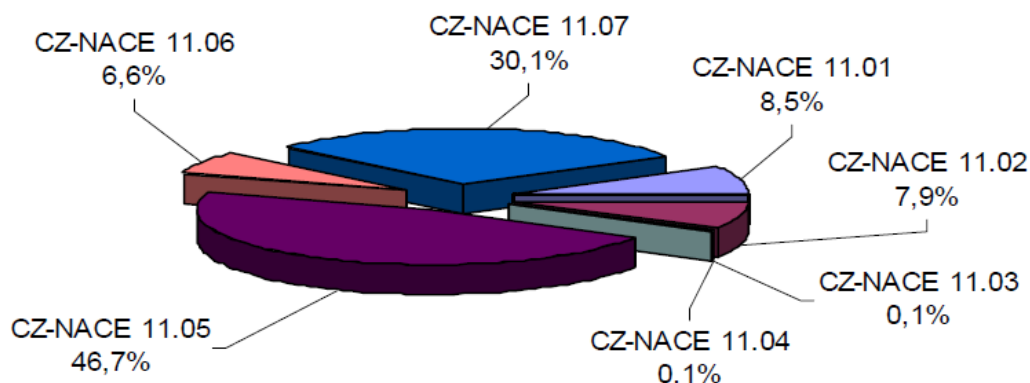
3.4.2.1 Vývoj odvětví CZ-NACE 11 – Výroba nápojů

Samostatný oddíl CZ-NACE 11 – Výroba nápojů má na celém potravinářském sektoru podíl 22 % a zahrnuje následující obory:

- 11.01 – Destilace, rektifikace a míchání lihovin,
- 11.02 – Výroba vína z vinných hroznů,
- 11.03 – Výroba jablečného vína a jiných ovocných vín,
- 11.04 – Výroba ostatních nedestilovaných kvašených nápojů,
- 11.05 – Výroba piva,
- 11.06 – Výroba sladu,
- 11.07 – Výroba nealkoholických nápojů, stáčení minerálních a ostatních vod do lahví.

Podíl těchto oborů na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví výroby nápojů v roce 2009 je znázorněn v grafu 3.2.

Graf 3.2 Podíl oborů na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb odvětví v roce 2009



Pramen: ČSÚ, vlastní dopočet (odhad) ÚZEJ

Pro zhodnocení vývoje odvětví výroby nápojů jsou níže popsány **hlavní ekonomické ukazatele**.

Vývoj cenového indexu výrobců CZ-NACE 11 v letech 2008 a 2009 na základě údajů zveřejněných ČSÚ zobrazuje tabulka 3.6. Z tabulky je patrné, že v obou letech došlo u výrobců nápojů k nárůstu indexu cen. Zatímco v roce 2009 byl nárůst indexu cen pouze mírný, v roce 2008 bylo zvýšení vyšší.

Tabulka 3.6 Index cen průmyslových výrobců NACE 11 v letech 2008 a 2009

	Kód	Průměr od počátku roku	
		2008	2009
Index cen průmyslových výrobců	CPA 11	105,6	101,1

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2009

Pozn.: stejné období předchozího roku = 100

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které jsou uvedeny v tabulce 3.7, do roku 2008 rostly. Výrazný nárůst tržeb v odvětví výroby nápojů lze pozorovat v roce 2007, kdy došlo ke zvýšení o 13,3 %. Hned v následujícím roce se však tržby snížily a pokles pokračoval i v ekonomicky obtížném roce 2009.

Tabulka 3.7 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b. c. v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby (v tis. Kč)	55 502 786	56 820 079	64 370 866	63 375 432	60 370 118
Meziroční index	x	102,4	113,3	98,5	95,3

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2009

Ve sledovaných letech je vykazován poměrně ustálený počet podniků. Co se týče počtu osob zaměstnaných v odvětví výroby nápojů, zde dochází od roku 2005 k poklesu, s výjimkou roku 2007. Nejvýraznější pokles byl zaznamenán v roce 2009, kdy se počet zaměstnaných osob snížil o 5,4 %. Konkrétní počty jsou uvedeny v tabulce 3.8.

Tabulka 3.8 Počet podniků a zaměstnaných osob za období 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Počet podniků	1 006	986	1 001	1 027	1 023
Počet zaměstnaných osob	16 872	16 414	16 480	16 449	15 559

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2009

Další významné produkční charakteristiky odvětví jsou uvedeny v tabulce 3.9. Jak je v tabulce zaznamenáno, účetní přidaná hodnota v celém sledovaném období roste, a to s různou dynamikou. V celém hodnoceném období se tento ukazatel navýšil o 13 % oproti roku 2005. Podobný vývoj vykazovaly také osobní náklady, které však rostly ještě výrazněji, než účetní přidaná hodnota a za celé období tak vzrostly o 19,8 % oproti roku 2005. Výkonová spotřeba vykazovala rostoucí trend až do roku 2008. V roce 2008 došlo k poklesu o 1,4 %, v následujícím roce až o 9,4 %. Na výraznějším poklesu v roce 2009 se z části podílel pokles vstupů a produkce.

Tabulka 3.9 Produkční charakteristiky odvětví v b. c. v letech 2005 až 2009 (v tis. Kč)

	2005	2006	2007	2008	2009
Účetní přidaná hodnota	19 509 818	20 260 494	21 217 748	21 294 002	22 049 370
Osobní náklady	6 307 332	6 501 522	7 020 072	7 339 441	7 558 278
Výkonová spotřeba	37 618 466	38 652 015	45 955 799	45 299 356	41 039 529

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2009

O konkurenceschopnosti odvětví výroby nápojů vypovídá tabulka 3.10, zobrazující vývoj produktivity práce z účetní přidané hodnoty a vývoj hrubého operačního přebytku. Produktivita práce z účetní přidané hodnoty vykazovala ve všech letech růst a v roce 2009 dosáhla dokonce 1 417,1 tis. Kč na zaměstnance, což je v porovnání se sektorem výroby potravinářských výrobků CZ-NACE 10, kde činil průměr 533,4 tis. Kč na zaměstnance, téměř třikrát více. Celkově došlo k roku 2005 k nárůstu produktivity o 22,6 %. Hrubý operační

přebytek vypovídající o tvorbě disponibilních zdrojů hodnoceného oboru vykazuje s výjimkou roku 2008 růstový trend.

Tabulka 3.10 Vybrané ukazatele konkurenceschopnosti v b. c. v letech 2005 až 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Produktivita práce (tis. Kč/zaměstnanec)	1 156,3	1 234,3	1 287,5	1 294,6	1 417,1
Hrubý operační přebytek (v tis. Kč)	13 202 486	13 758 972	14 197 676	13 954 560	14 491 092

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2009

3.4.2.2 Základní charakteristické znaky odvětví

Mezi základní charakteristické znaky odvětví patří zejména citlivost daného odvětví na změny hospodářského cyklu, vládní regulace a struktura odvětví. Tímto způsobem je níže rozebráno odvětví CZ-NACE 11 – Výroba nápojů, avšak s důrazem na konkrétní obory, ve kterých podnik Fruko-Schulz s. r. o. působí, tedy:

- 11.01 – Destilace, rektifikace a míchání lihovin,
- 11.07 – Výroba nealkoholických nápojů, stáčení minerálních a ostatních vod do lahví.

Jak jednotlivé výše uvedené obory, tak odvětví výroby nápojů jako celek, nejsou citlivé na změny hospodářského cyklu. Jedná se tedy o obory či celkově odvětví neutrální, což je dáno nízkou cenovou elasticitou u daných výrobků. Ať už je tedy vývoj ekonomiky jakýkoliv, neměl by výrazným způsobem ovlivňovat vývoj daného odvětví.

Výroba nealkoholických nápojů se řadí mezi živnosti volné, ke kterým stačí jen splnění všeobecných podmínek. Výroba lihovin patří mezi živnosti koncesované, tedy takové živnosti, u kterých chce mít stát kontrolu nad jejich vykonáváním, zpravidla z důvodů bezpečnosti obyvatelstva, státních zájmů apod. Pro udělení koncese, v tomto případě Ministerstvem zemědělství, je potřeba splnit požadavek odborné způsobilosti, která je stanovena přílohou č. 3 k Živnostenskému zákonu o koncesovaných činnostech nebo je upravena zvláštními právními předpisy uvedenými v této příloze.

Struktura odvětví či jednotlivých oborů je níže charakterizována pomocí pěti dynamických konkurenčních faktorů M. E. Portera.

Dodavatelé

Výrobci lihovin a nealkoholických nápojů potřebují ke své činnosti od dodavatelů zejména lahve, cukr, líh, dále také etikety, uzávěry, kartony apod. Nejedná se tedy o produkty,

u kterých by podnik musel být závislý pouze na jednom dodavateli. Konkurence v těchto oblastech je vysoká a vyjednávací sílu dodavatelů v daném oboru lze hodnotit jako nízkou.

Pro oceňovaný podnik jsou v současné době nejvýznamnější dodavatelé lahví společnosti O-I Sales and Distribution Czech Republic, s. r. o., Sklárný Moravia, akciová společnost a BM Pack s. r. o. Cukr podnik pořizuje od společností Litovelská cukrovarna, a. s. a Cukrovary a lihovary TTD, a. s. Lih je podnikem odebírán od společností BIOFERM – lihovar Kolín, a. s., MORAVSKÝ LIHOVAR KOJETÍN a. s. a Lihovar Budeč spol. s r. o.

Odběratelé

Odběrateli oceňované společnosti jsou obchodní řetězce, které ovládly český trh. Pro obchodní řetězce je charakteristický tvrdý konkurenční boj, který je často různými způsoby přenášen na dodavatelské firmy. V České republice je více než sto výrobců lihovin, obecně více než tisíc výrobců nápojů. Konkurence je tedy velká, což opět dává obchodním řetězcům možnost diktovat si podmínky. V případě, že výrobci podmínky nesplní, je totiž snadné nalézt dodavatele jiného. Výhoda v případě výroby lihovin spočívá v tomto případě alespoň v tom, že konzumní lihoviny mají největší podíl spotřební daně a přidaná hodnota je naopak velmi malá, což omezuje dovoz.

Odběratelé společnosti Fruko-Schulz s. r. o. jsou v současné době Penny Market, COOP Centrum a Coop Morava, Makro, Lidl, Kaufland, Spar, Flosman, Qanto Svitavy a sdružení Drink Holding.

Stávající konkurence

Jak již bylo napsáno výše, konkurence na trhu mezi výrobci lihovin i nealkoholických nápojů je vysoká. Při zaměření pozornosti na převažující činnost podniku, výrobu lihovin, lze konkurenci oceňovaného podniku spatřovat ve členech Unie výrobců a dovozců lihovin, jejímž je rovněž členem. Unie sdružuje největší výrobce lihovin v České republice a reprezentuje až 90 % trhu s lihovinami. Zbývající část trhu pak připadá na malé likérky.

Za hlavní konkurenty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. lze považovat společnosti Stock Plzeň – Božkov s. r. o., Jan Becher – Karlovarská Becherovka, a. s., RUDOLF JELÍNEK, a. s. a GRANETTE & STAROREŽNÁ Distilleries a.s., která vznikla fúzí společností GRANETTE a Starorežná Prostějov.

První ze zmíněných konkurentů, Stock Plzeň – Božkov s. r. o. je největším výrobcem lihovin v České republice. Obdobně jako oceňovaná společnost nabízí širokou paletu

produktů. Vlajkovou lodí společnosti je Fernet Stock. Kromě fernetů patří ke klíčovým produktům společnosti například Vodka Amundsen, ovocné destiláty či lihoviny řady Božkov, kde má nejvýznamnější podíl Božkov Tuzemský, hlavní konkurenční produkt pro rum Tuzemák oceňované společnosti.

Dalším významným konkurentem společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je společnost Jan Becher – Karlovarská Becherovka, a. s. zabývající se výrobou alkoholických i nealkoholických nápojů. Mezi známé produkty této likérky se řadí zejména Becherovka nebo Absolut Vodka.

Třetím největším konkurentem oceňované společnosti je společnost GRANETTE & STAROREŽNÁ Distilleries a.s., která se zaměřuje na celou řadu alkoholických nápojů. Mezi nejznámější produkty společnosti se řadí Stará myslivecká, Vodka 42 Blended, Starorežná či Hanácká vodka. V jejím produktovém portfoliu jsou dále vaječné likéry, destiláty a další.

V oblasti ovocných destilátů je vhodné zmínit společnost RUDOLF JELÍNEK a. s., která je největším výrobcem ovocných destilátů v České republice. Nejznámějším produktem společnosti je slivovice, dále však vyrábí rovněž hruškovici, třešňovici, meruňkovici, jablkovci a další netradiční destiláty. Svými destiláty tedy konkuruje ovocným destilátům oceňované společnosti. Stejně jako ostatní uvedené společnosti však nabízí i další výrobky, např. vodku či likéry.

Potencionální konkurence

Určité bariéry vstupu další konkurence do odvětví lze pozorovat spíše na straně výroby lihovin. Kromě získání povolení k činnosti je jako možnou překážku vstupu do odvětví vnímat vysoké investiční náklady do technologického zařízení. Finančně náročná může být také povinnost zajistit kaucí případné nezaplacení spotřební daně. Vstup do maloobchodních řetězců je v České republice rovněž velmi nákladný. Obtížné by pro nový podnik mohlo být prosazení se oproti již známým značkám na trhu.

Substituční výrobky

Substitutem pro sirupy oceňované společnosti jsou všechny ostatní nealkoholické nápoje. Zejména lze však jako substitut považovat šťávy. V případě lihovin je možné za substituty považovat širokou škálu veškerých alkoholických nápojů, ale rovněž i nápojů nealkoholických. Hlavním substitutem je však zejména pivo či víno, které uspokojují stejné potřeby a kterým lihoviny nemohou cenově konkurovat.

3.5 Finanční analýza

Tato část práce je zaměřena na zhodnocení finančního zdraví oceňovaného podniku. Nejdříve je prozkoumán vývoj absolutních hodnot jednotlivých položek výkazů společnosti v čase pomocí horizontální analýzy, následně jsou výkazy podrobeny analýze vertikální. Třetí část finanční analýzy je zaměřena na aplikaci vybraných poměrových ukazatelů, tj. ukazatelů finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity.

3.5.1 Horizontální analýza

Účelem horizontální analýzy je informovat o základních pohybech jednotlivých položek účetních výkazů v čase a o intenzitě tohoto pohybu. Vývoj všech položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. v letech 2005 až 2009 je uveden v přílohách č. 3 a 4. V samotné práci je pak pozornost věnována vybraným položkám těchto výkazů.

Horizontální analýza rozvahy

Meziroční změny hlavních položek aktiv v rozvaze oceňovaného podniku v letech 2005 až 2009 jsou uvedeny v tabulce 3.11.

Tabulka 3.11 Horizontální analýza aktiv (meziroční změny v %)

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
AKTIVA	1,66	19,83	23,80	32,18
Dlouhodobý majetek	-0,50	-3,60	50,39	-9,73
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	100,00	-36,34
Dlouhodobý hmotný majetek	-0,51	-3,70	52,34	-9,24
Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	-100,00	0,00
Oběžná aktiva	2,22	24,71	19,45	37,62
Zásoby	0,77	13,09	-2,84	22,08
Krátkodobé pohledávky	2,47	28,39	25,45	39,48
Krátkodobý finanční majetek	18,63	-12,21	-46,48	356,14
Časové rozlišení	-69,29	-52,70	577,14	3129,11

U většiny položek aktiv lze pozorovat poměrně dynamický vývoj, a to zejména v letech 2008 a 2009. Celková aktiva společnosti vykazují po celé sledované období rostoucí

trend, přičemž intenzita růstu byla každoročně vyšší, až dosáhla v posledním sledovaném roce hodnoty 32,18 % (94 544 tis. Kč).

Růst celkových aktiv byl ve sledovaných letech mírně snižován poklesem dlouhodobého majetku, který vykazoval klesající trend s výjimkou roku 2008, kdy došlo především vlivem investice do nové skladovací haly a nákupu výrobního stroje k nárůstu této položky o 50,39 % (16 500 tis. Kč). Tento vývoj dlouhodobého majetku byl tedy dán zejména vývojem dlouhodobého hmotného majetku, který se vyvíjel přibližně stejně a tvoří v rozvaze společnosti nejvýraznější položku z dlouhodobého majetku. V roce 2008 firma pořídila také software, což se projevilo v navýšení dlouhodobého nehmotného majetku o 100 %. I když se jedná procentuálně o velkou změnu, absolutně se ve srovnání s ostatními položkami aktiv jedná jen o velmi málo významnou částku, a to 886 tis. Kč. Naopak 100% pokles lze pozorovat v roce 2008 u položky dlouhodobý finanční majetek, v absolutní hodnotě se jedná o pokles ve výši 1 000 tis. Kč.

Stejně jako celková aktiva rostla po celé sledované období rovněž oběžná aktiva, i když intenzita růstu byla na rozdíl od celkových aktiv proměnlivá. I v případě oběžných aktiv však lze pozorovat nejvyšší nárůst v roce 2009, a to o 37,62 % (91 919 tis. Kč), na kterém se podílely zejména krátkodobé pohledávky. Ty rostly po celé sledované období a v roce 2009 vzrostly o 39,48 % (80 827 tis. Kč). Růst byl s výjimkou roku 2008 zaznamenán také u zásob. Proměnlivý vývoj lze pozorovat u krátkodobého finančního majetku, který je tvořen převážně účty v bankách. Nejvýraznější je v tomto případě pokles položky o 46,48 % (608 tis. Kč) v roce 2008, který lze z části připisovat také již výše zmíněným investičním akcím společnosti. V následujícím roce došlo naopak k výraznému nárůstu krátkodobého finančního majetku o 356,14 % (2 493 tis. Kč) zejména vlivem vyšších objemů prodeje společnosti v tomto roce.

Poslední souhrnnou položkou aktiv je časové rozlišení. V případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je tato položka tvořena časovým rozlišením nákladů, které vykazovaly v letech 2006 a 2007 výrazné klesající tendence, naopak v dalších dvou zkoumaných letech mnohem podstatnější růst, který v roce 2009 dosáhl výše až 3 129,11 % (7 416 tis. Kč).

Vývoj hlavních položek pasivní strany rozvahy společnosti Fruko-Schulz s. r. o. v letech 2005 až 2009 je uveden v tabulce 3.12.

Tabulka 3.12 Horizontální analýza pasiv (meziroční změny v %)

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
PASIVA	1,66	19,83	23,80	32,18
Vlastní kapitál	12,28	31,44	49,67	18,43
Základní kapitál	0,00	0,00	-0,32	0,00
Kapitálové fondy	0,00	0,00	100,00	0,00
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	10,09	8,72	28,90	22,91
VH minulých let	26,75	27,39	106,20	-180,18
VH běžného účetního období	-23,60	185,61	-12,85	131,92
Cizí zdroje	0,18	18,02	19,32	35,16
Rezervy	0,00	100,00	100,00	-25,80
Krátkodobé závazky	-2,83	19,86	16,74	39,63
Bankovní úvěry a výpomoci	12,11	6,55	25,33	23,83

Na pasivní straně rozvahy vykazovaly jak cizí zdroje, tak vlastní kapitál podniku rostoucí trend. K výraznému nárůstu vlastního kapitálu došlo zejména v letech 2007 (31,44 %; 8 384 tis. Kč) a 2008 (49,67 %; 17 411 tis. Kč). V roce 2007 byl tento růst zapříčiněn výrazným zvýšením výsledku hospodaření běžného účetního období o 185,61 % (5 468 tis. Kč). Vysoký výsledek hospodaření za rok 2007 se v následujícím roce projevil také navýšením výsledku hospodaření minulých let o 106,20 % (7 600 tis. Kč), což napomohlo k již výše zmíněnému zvýšení vlastního kapitálu v roce 2008 o 49,67 %, a to společně se zvýšením položky kapitálové fondy o 100 % (10 214 tis. Kč).

Také cizí zdroje společnosti ve sledovaných letech rostly, i když ne tak výrazně jako vlastní kapitál. K nejvýraznějšímu nárůstu cizích zdrojů došlo v roce 2009, a to o 35,16 % (84 875 tis. Kč). Tento vývoj byl nejvíce ovlivněn krátkodobými závazky, které v roce 2009 vzrostly o 39,63 % (73 589 tis. Kč), a to díky zvýšení objemu prodejů společnosti v posledních měsících roku 2009 kvůli očekávanému zvýšení spotřební daně z lihu od 1. ledna 2010. Zvýšené objemy prodejů vedly zejména ke zvýšení závazků vůči státu v podobě především spotřební daně. Významný procentuální nárůst byl zaznamenán také u položky rezervy, a to v letech 2007 a 2008, v každém roce o 100 % (2 000 tis. Kč). Rovněž bankovní úvěry vykazovaly růst, nejvíce pak v letech 2008 (25,33 %; 10 445 tis. Kč) a 2009 (23,83 %; 12 318 tis. Kč).

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 3.13 zachycuje meziroční změny vybraných položek výkazu zisku a ztráty oceňovaného podniku v letech 2005 až 2009.

Tabulka 3.13 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (meziroční změny v %)

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Obchodní marže	-384,16	25,89	2,84	119,88
Výkony	46,00	7,14	12,84	7,28
Výkonová spotřeba	47,96	5,28	16,31	4,12
Přidaná hodnota	4,64	22,64	1,90	37,17
Osobní náklady	13,68	8,25	16,16	11,17
Odpisy	5,08	-44,66	33,79	37,49
Provozní VH	-9,71	125,42	-11,18	100,59
Finanční VH	-10,85	-12,20	-10,14	8,10
Mimořádný VH	94,94	1,95	-28,03	187,61
VH za účetní období	-23,60	185,61	-12,85	131,92

Obchodní marže poklesla v roce 2006 o 384,16 % (8 851 tis. Kč), a to díky velmi výraznému poklesu tržeb za prodej zboží. S poklesem tržeb došlo sice také k poklesu nákladů na prodej zboží, avšak tento pokles byl stále téměř čtyřikrát menší než u položky tržeb za prodej zboží. V následujících letech se postupně obchodní marže zvyšovala, v posledním sledovaném roce až o 119,88 % (5 651 tis. Kč). Výkony společnosti, zahrnující zejména tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, ale také aktivaci a změnu stavu zásob vlastní výroby, po celé pozorované období rostly. Na rozdíl od obchodní marže došlo v tomto případě v roce 2006 naopak k velmi výraznému růstu, když se výkony společnosti zvýšily o 46,00 % (51 926 tis. Kč). V následujících letech již nebyl růst výkonů tak intenzivní. Stejně jako v roce 2006 rostly velmi výrazně výkony, rostla v relativním vyjádření ještě výrazněji výkonová spotřeba v daném roce, a to o 47,96 % (41 773 tis. Kč). Také v následujících letech se vyvíjela výkonová spotřeba podobně jako výkony. Díky vysokým hodnotám výkonů v jednotlivých sledovaných letech, které dokázaly pokrýt výkonovou spotřebu a v letech 2006 až 2008 také zápornou obchodní marži, byla přidaná hodnota ve všech sledovaných letech kladná a vykazovala růst s proměnlivou intenzitou. Největší růst této položky byl zaznamenán v roce 2009, kdy se společnosti podařilo po třech letech záporné obchodní marže opět dosáhnout jejích kladných hodnot a výkony společnosti vzrostly mnohem výrazněji (7,28 %; 14 500 tis. Kč) než výkonová spotřeba (4,12; 6 500 tis. Kč). Osobní náklady

společnosti se vyvíjely opět obdobně jako výkony. Ve všech sledovaných letech rostly, avšak s různou intenzitou. Největší nárůst lze pozorovat v roce 2008, kdy se osobní náklady zvýšily o 16,16 % (2 928 tis. Kč). Důležitou položkou v hospodaření podniku jsou také odpisy, jejichž vývoj byl ve sledovaných letech proměnlivý. V roce 2007 došlo k jejich značnému propadu, o 44,66 % (3 033 tis. Kč). V následujícím roce, kdy provedla oceňovaná společnost značné investice do hmotného majetku, naopak odpisy výrazně vzrostly, a to o 33,79 % (1 270 tis. Kč) a jejich výrazný růst pokračoval i v roce 2009 (37,49 %; 1 885 tis. Kč). Proměnlivý vývoj vykazoval ve sledovaných letech rovněž provozní výsledek hospodaření. V relativním vyjádření byla nejvýraznější změna nárůst položky o 125,42 % (7 170 tis. Kč) v roce 2007. V absolutním vyjádření pak došlo k nejvýraznější změně v roce 2009, kdy se provozní výsledek hospodaření navýšil o 11 513 tis. Kč, tedy o 100,59 %. Finanční výsledek hospodaření zejména vlivem nákladových úroků s výjimkou posledního roku klesal. V relativním vyjádření poklesl nejvýrazněji v roce 2007 o 12,20 % (2 041 tis. Kč). Nárůst finančního výsledku hospodaření o 8,10 % (182 tis. Kč) v roce 2009 zajistily zejména ostatní finanční výnosy. Mimořádný výsledek hospodaření je poměrně nevýraznou položkou v činnosti podniku, která však vykazovala ve sledovaném období velmi dynamický vývoj. Nejvýraznější je zejména vzrůst mimořádného výsledku hospodaření v posledním sledovaném roce o 187,61 % (212 tis. Kč). Stejně jako většina předchozích položek se velmi proměnlivě vyvíjel také výsledek hospodaření za účetní období neboli čistý zisk. Čistý zisk společnosti v roce 2006 poklesl o 23,60 % (910 tis. Kč), v následujícím roce velmi výrazně vzrostl, a to o 185,61 % (5 468 tis. Kč). Obdobný vývoj následoval rovněž v dalších dvou letech, tedy první pokles o 12,85 % (1 081 tis. Kč) a poté růst o 131,92 % (9 674 tis. Kč).

3.5.2 Vertikální analýza

Účelem vertikální analýzy je posoudit vliv dílčích veličin na určité souhrnné veličině. V případě rozvahy je souhrnná veličina představována celkovou výší aktiv či pasiv. U výkazu zisku a ztráty je souhrnnou veličinou celková výše tržeb z hlavní činnosti podniku, tedy součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Vertikální analýza všech položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty je uvedena v přílohách č. 5 a 6. Níže je provedena vertikální analýza vybraných položek těchto výkazů.

Vertikální analýza rozvahy

Podíl jednotlivých dílčích položek aktiv na celkové bilanční sumě je uveden v tabulce 3.14.

Tabulka 3.14 Vertikální analýza aktiv (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009
AKTIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobý majetek	17,52	17,15	13,79	16,76	11,45
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,30	0,15
Dlouhodobý hmotný majetek	17,01	16,64	13,37	16,46	11,30
Dlouhodobý finanční majetek	0,51	0,51	0,42	0,00	0,00
Oběžná aktiva	82,36	82,82	86,19	83,16	86,58
Zásoby	18,05	17,90	16,89	13,26	12,24
Krátkodobé pohledávky	63,66	64,17	68,75	69,67	73,52
Krátkodobý finanční majetek	0,64	0,75	0,55	0,24	0,82
Časové rozlišení	0,12	0,04	0,01	0,08	1,97

Na celkové bilanční sumě mají ve všech sledovaných letech dominantní podíl oběžná aktiva, která představují v průměru 84 % celkových aktiv. Dlouhodobý majetek se podílí na celkových aktivech v průměru 15 %, přičemž jeho podíl poměrně výrazně poklesl v posledním sledovaném roce. Zbytek pak připadá na časové rozlišení aktiv tvořené náklady příštích období.

Při bližším zaměření na jednotlivé položky dlouhodobého majetku lze vypožorovat, že dlouhodobý majetek je z převážné většiny tvořen dlouhodobým hmotným majetkem, což je dáno právě činností podniku, ke které je potřeba stroje, zařízení a výrobní haly. V roce 2008 si společnost pořídila také software, který se na celkových aktivech v tomto roce podílel 0,30 %, v následujícím roce klesl podíl o polovinu. Dlouhodobý majetek podniku byl rovněž v prvních třech zkoumaných letech tvořen dlouhodobým finančním majetkem, který se na celkových aktivech podniku podílel v průměru 0,48 %.

Oběžná aktiva jsou tvořena z převážné většiny krátkodobými pohledávkami. Ty se za sledované období podílely na celkových aktivech v průměru 68 % a jejich podíl na aktivech se neustále zvyšoval. V posledním sledovaném roce tvořily krátkodobé pohledávky dokonce 73,52 % celkových aktiv. Z dílčích položek aktiv lze tedy právě krátkodobé pohledávky považovat za nejvýznamnější. Také zásoby tvoří poměrně významnou část aktiv v podniku, i když jejich podíl na aktivech vykazoval na rozdíl od krátkodobých pohledávek klesající trend. V průměru však představovaly 16 % celkové bilanční sumy podniku. Méně významnou položkou v rámci oběžných aktiv a také aktiv celkových je krátkodobý finanční majetek. Jeho podíl na aktivech je ve sledovaných letech proměnlivý,

v průměru však představuje 0,6 % celkových aktiv. Nejvyššího podílu na aktivech ve výši 0,82 % dosáhl krátkodobý finanční majetek v roce 2009.

Časové rozlišení aktiv představuje poměrně nevýznamnou položku aktiv. Průměrně činila 0,44 % z celkové bilanční sumy.

Podíl dílčích položek pasiv na jejich celkové výši v letech 2005 až 2009 je uveden v tabulce 3.15.

Tabulka 3.15 Vertikální analýza pasiv (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009
PASIVA	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	12,19	13,46	14,77	17,85	16,00
Základní kapitál	15,96	15,70	13,10	10,55	7,98
Kapitálové fondy	0,00	0,00	0,00	3,48	2,63
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	1,15	1,25	1,13	1,18	1,10
VH minulých let	-6,91	-4,98	-3,01	0,15	-0,09
VH běžného účetního období	1,98	1,49	3,55	2,50	4,38
Cizí zdroje	87,81	86,54	85,23	82,15	84,00
Rezervy	0,00	0,00	0,84	1,36	0,76
Krátkodobé závazky	70,09	67,00	67,02	63,20	66,76
Bankovní úvěry a výpomoci	17,72	19,54	17,37	17,59	16,48

Na pasivech společnosti Fruko-Schulz s. r. o. mají největší podíl cizí zdroje, i když jejich podíl v čase s výjimkou posledního roku klesá na úkor vlastního kapitálu. Vlastní kapitál tvořil ve sledovaném období v průměru 15 % pasiv, přičemž největší podíl na pasivech má z vlastního kapitálu položka základní kapitál. Podíl základního kapitálu na pasivech společnosti však ve všech sledovaných letech klesá, a to z 15,96 % na počátku sledovaného období na 7,98 % v roce 2009. Jako významnější položku vlastního kapitálu lze považovat také výsledek hospodaření běžného účetního období, který se v průměru podílí na celkových pasivech podniku 3 %. Pasiva byla s výjimkou roku 2008 snižována výsledkem hospodaření minulých let, neboť společnost vykazovala neuhrazenou ztrátu minulých let. Postupným kumulováním nerozděleného zisku však bylo v roce 2008 dosaženo kladného podílu této položky na pasivech společnosti ve výši 0,15 %.

V rámci cizích zdrojů, které se na pasivech podílely v průměru 85 %, představují nejvýznamnější položku krátkodobé závazky. Ty zahrnují v případě oceňovaného podniku

zejména závazky vůči státu. Závazky z obchodních vztahů jsou co do velikosti až na druhém místě. Značný podíl na pasivech podniku mají také bankovní úvěry a výpomoci. Zahrnují pouze krátkodobé bankovní úvěry, které se ve sledovaných letech podílely na celkových pasivech společnosti necelými 18 %. Poměrně nevýraznou položkou cizích zdrojů a pasiv jako celku jsou rezervy.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Podíl vybraných položek výkazu zisku a ztráty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. na celkových tržbách zahrnujících tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb uvádí tabulka 3.16.

Tabulka 3.16 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)

	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Obchodní marže	1,86	-4,15	-2,84	-2,35	0,43
Výkony	90,88	104,52	103,39	99,13	97,35
Výkonová spotřeba	70,12	81,73	79,44	78,51	74,83
Přidaná hodnota	22,61	18,64	21,11	18,27	22,95
Osobní náklady	11,85	10,61	10,61	10,47	10,65
Odpisy	5,20	4,31	2,20	2,50	3,15
Provozní VH	5,10	3,63	7,55	5,69	10,46
Finanční VH	-1,32	-1,15	-1,20	-1,12	-0,94
Mimořádný VH	0,06	0,10	0,09	0,06	0,15
VH za účetní období	3,10	1,87	4,93	3,65	7,75

Největší podíl na tržbách měla ve sledovaných letech samozřejmě položka výkonů, neboť právě výkony zahrnují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb tvořících podstatnou část uvažovaných celkových tržeb. Významnou položkou v rámci vertikální analýzy je výkonová spotřeba, která vyjadřuje nákladovost daných tržeb. Od roku 2006 podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách klesá, což lze hodnotit pozitivně. Podíl přidané hodnoty na tržbách v čase kolísá, v průměru představuje 21 %. Osobní náklady se na tržbách podílely v průměru 11 %. Jejich podíl na tržbách vykazoval spíše klesající tendenci, i když v posledním roce došlo opět k nárůstu podílu těchto nákladů. Podíl se však stále pohyboval pod úrovní počátku sledovaného období. Obdobný vývoj lze pozorovat u odpisů, jejichž podíl na tržbách v čase rovněž klesal, přičemž v roce 2009 se opět zvýšil. Stejně jako u osobních

nákladů však podíl odpisů na tržbách v roce 2009 nedosáhl výše odpovídající roku 2005. Rentabilita tržeb měřená provozním výsledkem hospodaření vykazovala po sledované období proměnlivý vývoj. V průměru se však provozní výsledek hospodaření podílel na tržbách ve výši 6 %. K výraznému nárůstu podílu přitom došlo v roce 2009, kdy činil provozní výsledek 10,46 % z celkových tržeb. Obdobný vývoj je patrný u položky výsledku hospodaření za účetní období. Ten se na celkových tržbách podílel v průměru 4 %, přičemž k výraznému nárůstu podílu došlo opět v roce 2009, a to na 7,75% podíl na tržbách. Mimořádný výsledek hospodaření činil pouze minimální podíl na tržbách, finanční výsledek hospodaření se vzhledem ke své výši podílel záporně.

3.5.3 Poměrová analýza

Tato část práce je věnována zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku pomocí vybraných poměrových ukazatelů, tedy ukazatelů finanční stability a zadluženosti, rentability, aktivity a likvidity.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatele finanční stability, které jsou užívány k analyzování struktury zdrojů financování, umožňují hodnotit úroveň finanční stability podniku na základě analýzy vztahu aktiv a pasív. Hodnoty ukazatelů charakterizujících finanční stabilitu oceňovaného podniku jsou uvedeny v tabulce 3.17.

Tabulka 3.17 Ukazatele finanční stability v letech 2005 až 2009 (v %)

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Podíl VK na A	(2.4)	12,19	13,46	14,77	17,85	16,00
Stupeň krytí SA	(2.5)	69,58	78,51	107,05	106,54	139,77
Majetkový koeficient	(2.6)	820,41	742,77	677,17	560,10	625,11

Ukazatel **podílu vlastního kapitálu na aktivech** slouží k hodnocení finanční samostatnosti podniku neboli jeho schopnosti financovat svůj majetek vlastními zdroji. Vhodný je tedy rostoucí trend ukazatele v čase, což společnost Fruko-Schulz s. r. o. s výjimkou posledního sledovaného roku splňuje. Přesto jsou však hodnoty tohoto ukazatele velmi nízké a podnik tedy využívá k financování svého majetku převážně cizích zdrojů. Ve sledovaných letech se hodnoty ukazatele pohybovaly v rozpětí 12,19 % až 17,85 %. Maximálně tedy byla společnost schopna pokrýt ze svých vlastních zdrojů 17,85 % majetku.

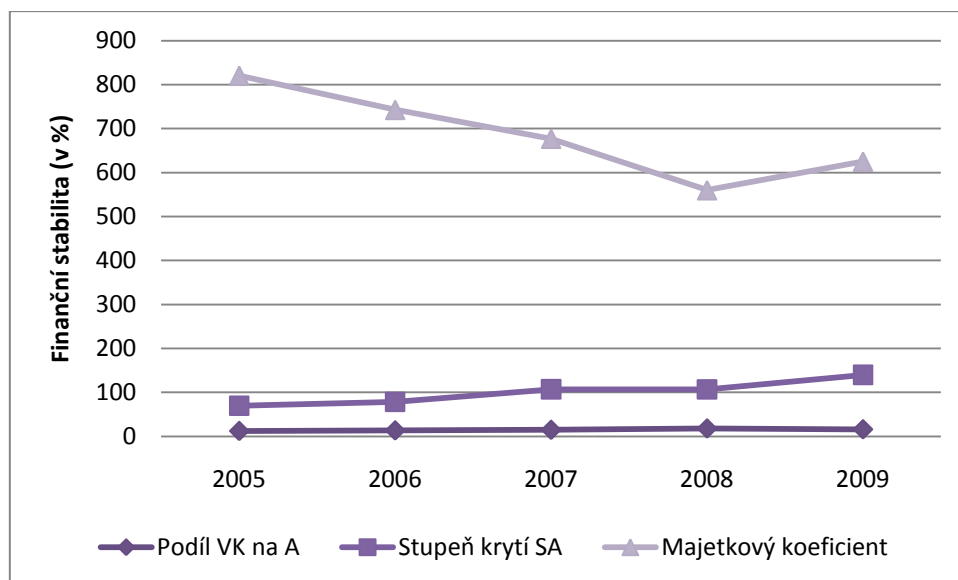
Výsledné hodnoty lze převést také na koruny a lze tak říci, že na 1 Kč aktiv v roce 2009 připadalo 0,16 Kč vlastního kapitálu.

Pro zabezpečení stability je důležité, aby byla stálá aktiva kryta dlouhodobými zdroji podniku. Tuto skutečnost je možné hodnotit pomocí ukazatele **stupeň krytí stálých aktiv**, který vykazuje v případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. stejně jako předchozí ukazatel rostoucí trend, ale opět s jednou výjimkou, a to tentokrát v roce 2008. Tak jako v předchozím ukazateli je rostoucí trend žádoucí, což lze v případě výsledků společnosti hodnotit pozitivně. V prvních dvou letech však hodnota ukazatele nedosahovala ani 100 % a část stálých aktiv tak společnost financovala pouze krátkodobými zdroji.

Posledním hodnoceným ukazatelem v rámci finanční stability podniku je **majetkový koeficient**, označovaný rovněž jako finanční páka. Růst ukazatele může na jednu stranu přispívat k růstu rentability vlastního kapitálu společnosti. Na druhou stranu však příliš vysoké hodnoty znamenají také vysoké hodnoty cizích zdrojů, což zvyšuje riziko. Vhodné je tedy udržovat majetkový koeficient stabilní. V případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je trend ukazatele klesající, což je způsobeno rychlejším růstem vlastního kapitálu oproti aktivům ve sledovaných letech. V roce 2009 činila hodnota ukazatele 625,11 %, což lze vyjádřit také v korunách jako 6,25 Kč aktiv na 1 Kč vlastního kapitálu.

Vývoj popsanych ukazatelů finanční stability zobrazuje rovněž níže uvedený graf 3.3.

Graf 3.3 Vývoj ukazatelů finanční stability v letech 2005 až 2009



Následující tabulka, tabulka 3.18, zobrazuje vývoj ukazatelů zadluženosti podniku v letech 2005 až 2009.

Tabulka 3.18 Ukazatele zadluženosti v letech 2005 až 2009 (v %)

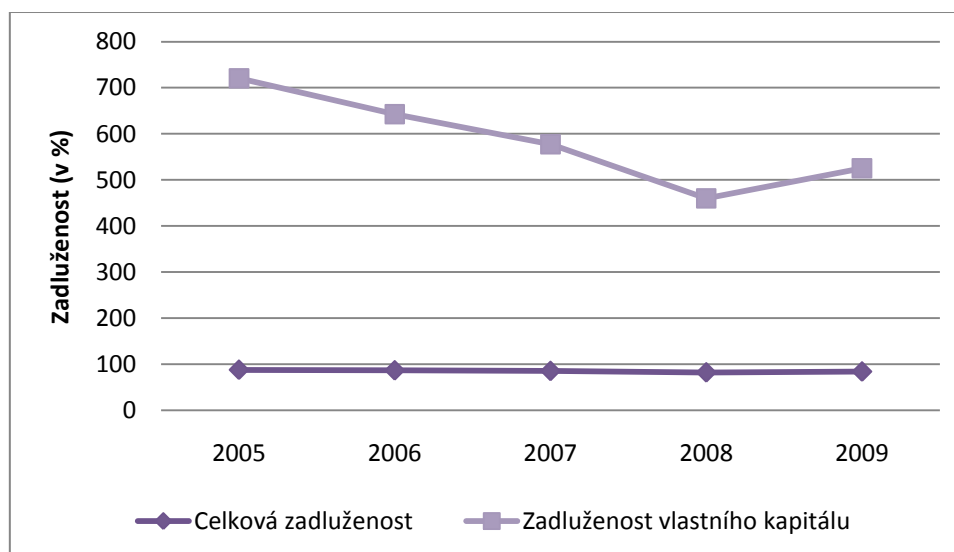
	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	(2.7)	87,81	86,54	85,23	82,15	84,00
Zadluženost vlastního kapitálu	(2.8)	720,41	642,77	577,17	460,10	525,11

Ukazatel **celkové zadluženosti** vyjadřuje podíl věřitelů na celkovém kapitálu, ze kterého je financován majetek firmy a jeho vyšší hodnota značí vyšší riziko pro věřitele. Ukazatel by tak měl vykazovat klesající trend, což je u podniku s výjimkou posledního roku splněno. Nárůst ukazatele v posledním roce byl zapříčiněn výrazným vzrůstem závazků vůči státu. V závěru roku totiž vzhledem k očekávanému zvýšení spotřební daně z lihu v roce 2010 zvýšili odběratelé společnosti své nákupy, čímž došlo k růstu daňových závazků vůči státu zejména v podobě spotřební daně, ale také daně z přidané hodnoty. I přes sledovaný pokles ukazatele je však jeho hodnota pořád značně vysoká. Obecně je doporučovaná hodnota zadluženosti podniku ve výši 30 % až 70 %. Riziko pro věřitele lze tedy hodnotit jako vyšší.

Obdobnou vypovídací schopnost má ukazatel **zadluženosti vlastního kapitálu**. I v tomto případě je žádoucí pokles hodnot ukazatele v čase, což je vzhledem k obdobnému vývoji jako v předchozím případě s výjimkou roku 2009 splněno. Také u tohoto ukazatele je však nutné poukázat na příliš vysoké hodnoty, neboť u stabilních společností by se hodnota ukazatele měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %.

Vývoj celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu v letech 2005 až 2009 zobrazuje rovněž graf 3.4.

Graf 3.4 Vývoj ukazatelů zadluženosti v letech 2005 až 2009



Do skupiny ukazatelů finanční stability a zadluženosti jsou řazeny také ukazatele úrokového krytí a úrokového zatížení, jejichž hodnoty u společnosti Fruko-Schulz s. r. o. v letech 2005 až 2009 jsou uvedeny v tabulce 3.19.

Tabulka 3.19 Ukazatele úrokového krytí a úrokového zatížení v letech 2005 až 2009

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Úrokové krytí	(2.9)	5,71	6,13	8,44	6,08	13,74
Úrokové zatížení	(2.10)	0,18	0,16	0,12	0,16	0,07

Ukazatel **úrokového krytí** umožňuje zhodnotit, zda jsou zajištěny nároky věřitelů na splacení úroků. Z výše uvedené tabulky vyplývá, že se splacením úroků společnost problémy nemá, neboť je schopná je pokrýt ze svého zisku až 13,74krát v posledním sledovaném roce. V předchozích letech byly hodnoty ukazatele sice nižší, avšak pořád dostačující a s výjimkou roku 2008 byl vykazován rostoucí trend, což je pozitivní.

Opačným pohledem na problematiku úroků je ukazatel **úrokového zatížení**, který hodnotí, jakou část vytvořeného zisku pohltnou úroky. Jelikož se jedná pouze o opačnou hodnotu úrokového krytí, lze stejně jako v případě předchozího ukazatele hodnotit vývoj úrokového zatížení kladně, neboť pouze malá část zisku je odčerpána úroky.

Ukazatele rentability

Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku zhodnocovat vložené prostředky, dosahovat zisku. Hodnoty ukazatelů rentability společnosti Fruko-Schulz s. r. o. za období let 2005 až 2009 jsou uvedeny v tabulce 3.20.

Tabulka 3.20 Ukazatele rentability v letech 2005 až 2009 (v %)

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	(2.11)	2,97	2,44	5,26	3,79	5,89
ROCE	(2.12)	24,35	18,16	33,69	19,74	35,15
ROE	(2.13)	16,24	11,05	24,01	13,98	27,37
ROS	(2.14)	3,11	1,87	4,93	3,65	7,75

Z tabulky je patrné, že všechny uvedené ukazatele rentability vykazují v daném období velmi proměnlivý vývoj. Při zaměření pozornosti na první uvedený ukazatel,

rentabilitu aktiv (ROA), lze říci, že se hodnota tohoto ukazatele pohybovala v průměru ve výši 4 %, přičemž žádný jednoznačný trend není možné ve výsledných hodnotách pozorovat. V prvním sledovaném roce vykazoval ukazatel hodnotu 2,97 %, což znamená, že každá koruna celkových aktiv přinesla podniku zisk (kategorie EBIT) ve výši 0,0297 Kč. V dalších sledovaných letech docházelo, jak už bylo uvedeno výše, ke značnému kolísání hodnot ukazatele. Nejvyšší rentability aktiv podnik dosáhl v posledním sledovaném roce, kdy představovala rentabilita aktiv 5,89 % a každá koruna aktiv tak vytvořila 0,0589 Kč zisku. Nárůst byl zapříčiněn mnohem výraznějším růstem zisku společnosti oproti růstu celkových aktiv.

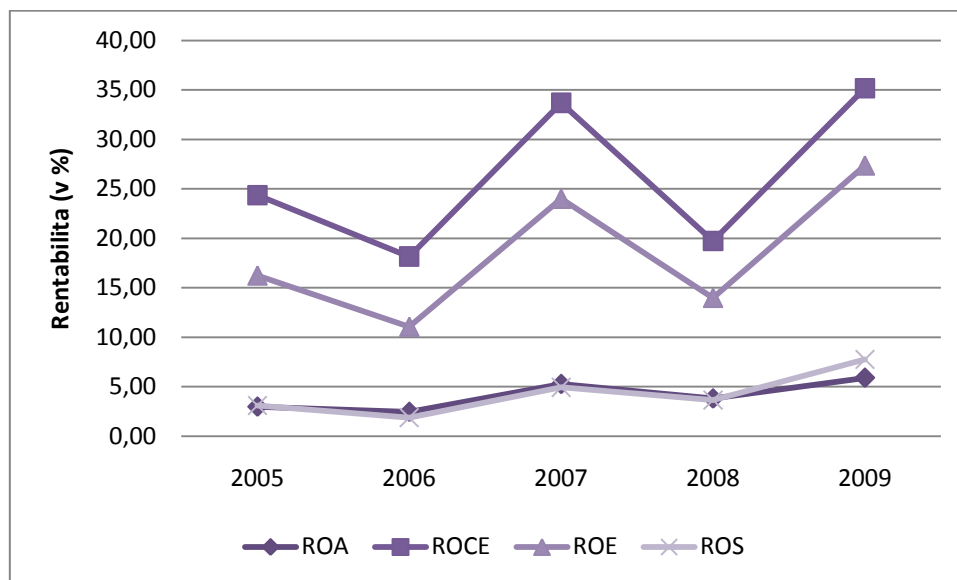
Ukazatel **rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE)** měří výnosnost aktiv financovaných vlastním kapitálem a dlouhodobým cizím kapitálem. Hodnoty ukazatele jsou ve srovnání s ostatními značně vysoké, neboť vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál tvořený ve společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pouze rezervami, představují menší část zdrojů využívaných k financování aktiv. Stejně jako v případě rentability aktiv, i zde lze pozorovat kolísání hodnot ukazatele v čase a opět nejvyšší hodnotu v posledním sledovaném roce, kdy činila rentabilita dlouhodobých zdrojů 35,15 %.

Významným ukazatelem rentability je ukazatel **rentability vlastního kapitálu (ROE)**, který hodnotí výnosnost vlastních zdrojů. Ukazatel vykazuje obdobný kolísavý vývoj jako dva předchozí ukazatele rentability. Nejvyšší růst ukazatele byl zaznamenán v roce 2007, a to díky značnému nárůstu čistého zisku společnosti. Nejvyšší hodnoty ukazatele bylo dosaženo stejně jako v předchozích případech v roce 2009, kdy vykazovala rentabilita vlastního kapitálu hodnotu 27,37 %. Vysoké hodnoty rentability vlastního kapitálu lze přisuzovat zejména významnému využívání cizích zdrojů oceňované společnosti k financování jejích aktiv.

Posledním sledovaným ukazatelem v oblasti rentability je ukazatel **rentability tržeb (ROS)**, u kterého lze pozorovat proměnlivý vývoj odpovídající vývoji ostatních zmiňovaných ukazatelů rentability. Avšak na rozdíl od ukazatele rentability vlastního kapitálu či rentability celkového investovaného kapitálu dosahuje ukazatel rentability tržeb poměrně nízkých hodnot, stejně jako ukazatel rentability aktiv. Nejvyšší rentability tržeb bylo dosaženo v posledním sledovaném roce, kdy došlo k výraznému navýšení oproti roku 2008. Hodnota ukazatele vzrostla oproti předcházejícímu roku více než dvojnásobně. Rentabilita tržeb tak v roce 2009 činila 7,75 %, což značí, že jedna koruna aktiv podniku vytvoří 0,0775 Kč zisku (kategorie EAT).

Vývoj všech výše uvedených ukazatelů rentability v letech 2005 až 2009 zobrazuje graf 3.5.

Graf 3.5 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2005 až 2009



Ukazatele likvidity

Snaha podniku o vysokou rentabilitu se dostává do konfliktu se snahou o zabezpečení dostatečné likvidity potřebné k úhradě závazků společnosti. Oběžný majetek podniku v sobě totiž zdroje podniku váže, což často podniky vede k tendenci udržovat likviditu na co nejnížší možné úrovni s cílem využít volné prostředky k tvorbě zisku a zvýšení rentability. To může schopnost podniku hradit své závazky ohrožovat. Likviditu podniku je tak vždy třeba udržet na ekonomicky zdůvodnitelné výši. V případě podniku Fruko-Schulz s. r. o. s je likvidita zhodnocena s využitím ukazatelů celkové likvidity, okamžité likvidity a pohotové likvidity. Absolutní rozdíl mezi hodnotou oběžných aktiv podniku a jeho krátkodobých závazků je pak zhodnocen pomocí ukazatele čistého pracovního kapitálu, viz tabulka 3.21.

Tabulka 3.21 Ukazatele likvidity v letech 2005 až 2009

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita	(2.15)	0,938	0,957	1,021	1,029	1,040
Pohotová likvidita	(2.16)	0,732	0,750	0,821	0,865	0,893
Okamžitá likvidita	(2.17)	0,007	0,009	0,007	0,003	0,010

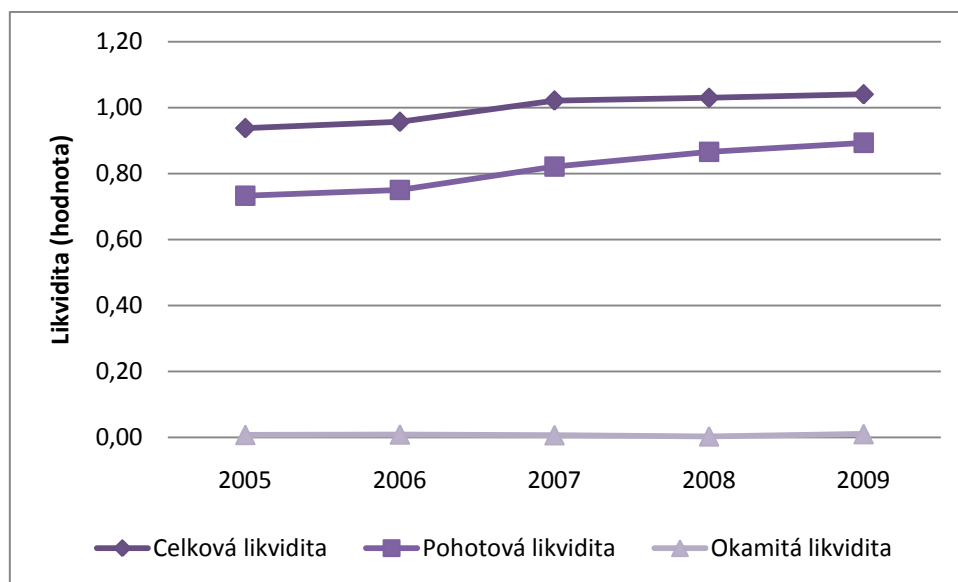
Z tabulky je patrné, že likvidita podniku je ve sledovaných letech poměrně nízká. Co se týče ukazatele **celkové likvidity**, není ani v jednom roce splněna doporučená velikost likvidity ve výši 1,5 až 2,5. Celková likvidita podniku se pohybuje výrazně pod tímto doporučeným pásmem. Pozitivně však lze hodnotit postupný nárůst celkové likvidity v čase.

Vývoj ukazatele celkové likvidity věrně kopíruje ukazatel **pohotové likvidity**. Tedy i v tomto případě lze pozitivně hodnotit růst hodnot ukazatele v čase, negativní je však celková výše ukazatele, která se opět pohybuje pod doporučovanou hranicí 1,0 až 1,5.

Ukazatel **okamžité likvidity** hodnotí schopnost podniku uhradit své závazky z pohotových platebních prostředků, které jsou u společnosti Fruko-Schulz s. r. o. tvořeny účty v bankách a prostředky v hotovosti. Stejně jako předchozí ukazatele se také ukazatel okamžité likvidity podniku pohybuje po celé sledované období pod doporučenou hodnotou ve výši 0,2. Okamžitá likvidita podniku je velmi nízká, avšak vhodné je v tomto případě poznamenat, že se oceňovaný podnik řadí do neutrálního odvětví, nápojového průmyslu, a nemá tudíž potřebu vytvářet vyšší rezervy prostředků jako například podniky cyklických odvětví. I přesto lze však vývoj okamžité likvidity podniku zhodnotit jako negativní, a to také vzhledem ke kolísavému vývoji hodnot ukazatele v čase.

Vývoj těchto ukazatelů likvidity v analyzovaných letech je shrnut rovněž do grafu 3.6.

Graf 3.6 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2005 až 2009



V rámci ukazatelů likvidity je vhodné posoudit také ukazatel **čistého pracovního kapitálu**. Čistý pracovní kapitál je tvořen oběžnými aktivy očištěnými o závazky společnosti splatné v nejbližší době. Hodnoty ukazatele ve sledovaných letech uvádí tabulka 3.22.

Tabulka 3.22 Ukazatel čistého pracovního kapitálu v letech 2005 až 2009 (v tis. Kč)

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Čistý pracovní kapitál	(2.18)	-10 625	-7 371	4 273	6 982	12 994

V prvních dvou letech převyšovaly krátkodobé závazky podniku oběžná aktiva, což zapříčinilo zápornou hodnotu čistého pracovního kapitálu. V následujících letech však došlo ke zlepšení situace a bylo již dosahováno kladných hodnot ukazatele. Po celé sledované období lze pozitivně hodnotit růst ukazatele v čase.

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele podávají informaci o tom, jak efektivně využívá podnik jednotlivé majetkové části. Vypočtené hodnoty ukazatelů v letech 2005 až 2009 uvádí tabulka 3.23.

Tabulka 3.23 Ukazatele aktivity v letech 2005 až 2009

	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Obrátka aktiv (počet obrátů/rok)	(2.19)	0,64	0,80	0,72	0,68	0,57
Doba obratu aktiv (dny)	(2.20)	564,74	452,21	500,35	526,30	636,83
Doba obratu zásob (dny)	(2.21)	101,96	80,93	84,51	69,77	77,97
Doba obratu pohledávek (dny)	(2.22)	359,50	290,16	343,99	366,66	468,19
Doba obratu závazků (dny)	(2.23)	395,84	302,97	335,31	332,60	425,14

Obrátka aktiv udává intenzitu využití celkového majetku podniku. Žádoucí je tudíž rostoucí trend ukazatele v čase, což bylo v případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. splněno pouze v roce 2008. V ostatních letech lze naopak pozorovat klesající tendenci díky výraznějšímu růstu aktiv oproti růstu tržeb společnosti. Celkově se tak v posledním sledovaném roce přeměnila aktiva podniku v tržby 0,57krát. Efektivnost využití majetku podniku lze tedy zhodnotit jako poměrně nízkou.

Obrácenou hodnotou ukazatele obrátky aktiv je ukazatel **doby obratu aktiv** udávající dobu, za kterou dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. V tomto případě je efektivní pokles ukazatele v čase. Vzhledem k tomu, že se tedy jedná o obrácenou hodnotu obrátky aktiv, i v tomto případě je hodnocení doby obratu aktiv spíše negativní, neboť dochází ve sledovaných letech s výjimkou roku 2008 k růstu ukazatele a efektivnost využívání majetku tak klesá.

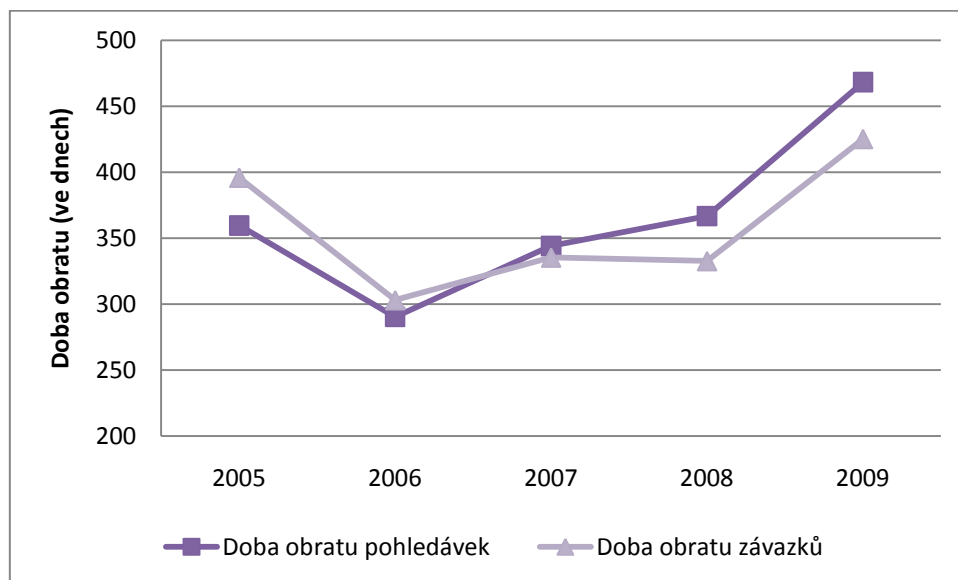
Doba obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva podniku vázána ve formě zásob. Stejně jako u předchozího ukazatele je pro lepší efektivnost činnosti vyžadována klesající hodnota ukazatele. Vývoj tohoto ukazatele je však v případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. velmi proměnlivý. Nejnižší doby obratu bylo dosaženo v roce 2008, kdy se zásoby podniku přeměnily v tržby za 69,77 dní.

Počet dní, které uplynou mezi vystavení faktury za prodej zboží, výrobků a služeb podniku a připsáním hotových prostředků na účet podniku udává **doba obratu pohledávek**. Také v tomto případě je pro podnik lepší pokles hodnoty ukazatele v čase, což bylo splněno pouze v roce 2008. V ostatních letech vykazuje ukazatel rostoucí tendenci, přičemž v posledním sledovaném roce se doba obratu pohledávek dostala na dobu 468,19 dní.

S vývojem ukazatele doby obratu pohledávek je úzce spojen ukazatel **doby obratu závazků**, v jehož případě je naopak žádoucí růst hodnot v čase. V případě oceňovaného podniku je vývoj ukazatele v letech 2005 až 2009 proměnlivý. Nejvyšší hodnoty ukazatele bylo dosaženo v posledním roce, kdy se doba obratu závazků zvýšila na 425,14 dní.

Porovnání vývoje doby obratu pohledávek a závazků ve sledovaných letech je provedeno rovněž v grafu 3.7.

Graf 3.7 Vývoj doby obratu pohledávek a závazků v letech 2005 až 2009



3.6 SWOT analýza

SWOT analýza je níže provedena na základě strategické analýzy a analýzy finančního zdraví oceňovaného podniku. Shrnuje silné a slabé stránky podniku, jeho příležitosti a hrozby dané okolím.

Silné stránky

Mezi silné stránky společnosti lze zařadit zejména její silnou pozici na trhu. Řadí se mezi nejúspěšnější podniky v oboru výroby lihovin.

Kladem je rovněž obecná znalost značky Fruko-Schulz, zejména pak obliba samotné vlajkové lodi společnosti, a to tradičního rumu Tuzemák, dříve známého jako Jindřichohradecký „rum s plachetnicí“.

Za silnou stránku společnosti lze považovat rovněž její členství v Unii výrobců a dovozců lihovin, která pravidelně konzultuje se státními orgány například problematiku spotřebních daní a dalších legislativních norem, otázky potírání nelegálního trhu s alkoholem apod. Členství tedy společnosti poskytuje silnější pozici pro vyjednávání s centrálními institucemi jako je ministerstvo financí, ministerstvo zemědělství apod.

K dalším silným stránkám společnosti patří:

- bohatá historie sahající až do období Rakousko – Uherska,
- realizování činnosti v relativně perspektivním odvětví, které nezaznamenává propad v souvislosti s nepříznivým vývojem hospodářského cyklu,
- úspěch produktu ABSINTH společnosti na zahraničních trzích,
- pozitivní vývoj rentability vlastního kapitálu společnosti a růst přidané hodnoty,
- neustále se zvyšující obrát,
- znalost českého trhu,
- rozsáhlý sortiment výrobků,
- dobrá pověst na trhu,
- uplatňování aplikovaného výzkumu, kdy na základě receptur renomovaných firem vyrábí nové výrobky nebo přechází na nové technologie.

Slabé stránky

Hlavní slabé stránky společnosti lze pozorovat v jejím hospodaření. V minulých letech dosahovala velmi nízké likvidity, která v ani jednom sledovaném roce nedosáhla

doporučovaných hodnot. Současně společnost dosahovala vysokého stupně zadlužení. Celková zadluženost společnosti vykazovala za období let 2005 až 2009 v průměru 85 %. Zde je však vhodné poznamenat, že nejvyšším závazkem byl závazek vůči státu v podobě zejména spotřební daně. Zadluženost je tedy do značné míry dána samotným charakterem činnosti podniku.

Slabou stránkou společnosti je rovněž obtížná vyjednávací pozice s odběrateli, tedy s obchodními řetězci a zhoršující se platební morálka odběratelů. V rámci finanční analýzy společnosti bylo zjištěno, že se doba obratu pohledávek neustále prodlužuje a v posledních letech výrazně převyšuje dobu obratu závazků společnosti, což by mohlo vést k finančním potížím společnosti.

V souvislosti s odběrateli lze vnímat jako slabou stránku nemožnost ovlivnit cenovou tvorbu obchodních řetězců. Cena nastavená vysoce nad doporučenou cenou může zákazníky odradit.

Jako určitou slabou stránku společnosti lze považovat neustálou potřebu investic do obnovy technologického vybavení pro zajištění odpovídající produktivity výroby a efektivnosti práce.

Příležitosti

K příležitostem společnosti Fruko-Schulz s. r. o. lze zařadit zejména:

- využívání nových a stále se zlepšujících technologií,
- vývoj a zlepšování pozice na zahraničních trzích,
- rozsáhlejší marketingovou podporu, a to jak známých produktů, tak produktů obyvatelstvu méně známých,
- využití nových vědeckých poznatků.

Hrozby

Hrozby pro oceňovanou společnost dané vývojem vnějšího prostředí můžou být následující:

- změna legislativy, zejména další zvyšování spotřební daně,
- další spojování konkurenčních firem na trhu jako v případě společností GRANETTE a Starorežná Prostějov,
- oslabování pozice na trhu,
- zhoršování kurzu koruny,

- různé ekonomické faktory jako např. růst úrokových měr a s tím související zdražování úvěrů nebo růst inflace apod.,
- nepříznivé počasí, které by ovlivnilo úrodu ovoce a tím pádem i produkci ovocných destilátů,
- další zdražování vstupů, zejména lihu a cukru.

Lze říci, že v případě oceňované společnosti převažují silné stránky a hrozby dané okolím.

4 Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku

Kapitola je věnována samotnému stanovení hodnoty podniku Fruko-Schulz s. r. o. k 1. 1. 2010 pomocí metody *DCF-Equity* a metody kapitalizovaných čistých výnosů, a to jak ve variantě paušální, tak ve variantě analytické. Nejprve je však přistoupeno k sestavení dlouhodobého finančního plánu, který je základem pro ocenění výnosovými metodami a ke stanovení nákladů kapitálu, pomocí nichž je potřeba užítky společnosti diskontovat k datu ocenění.

4.1 Dlouhodobý finanční plán

Jak již bylo řečeno výše, při použití výnosových metod ke stanovení hodnoty podniku je nutné sestavit dlouhodobý finanční plán. Východiskem pro jeho sestavení jsou finanční výkazy oceňované společnosti za období 2005 až 2009. Dlouhodobý finanční plán je sestaven na období pěti let, a to let 2010 až 2014.

4.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Proces sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty pro plánované období je v práci rozdělen do tří částí, a to sestavení plánu provozního výsledku hospodaření, sestavení plánu finančního výsledku hospodaření a sestavení plánu výsledku hospodaření po zdanění, tj. čistého zisku.

4.1.1.1 Plán provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření představuje výsledek hospodaření ze základních a opakujících se činností podniku. Níže jsou sestaveny plány dílčích položek tohoto výsledku hospodaření, na jejichž základě je v závěru podkapitoly sestaven samotný plán provozního výsledku hospodaření.

Plán obchodní marže

Obchodní marže je dána rozdílem mezi tržbami za prodané zboží a náklady vynaloženými na prodej tohoto zboží. Plánovaný vývoj obchodní marže včetně plánovaných tržeb za prodej zboží a nákladů na prodané zboží je uveden v tabulce 4.1.

Tabulka 4.1 Plán obchodní marže (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodané zboží	8 098	8 098	8 098	8 098	8 098
Náklady na prodané zboží	7 161	7 161	7 161	7 161	7 161
Obchodní marže	937	937	937	937	937

Činnost oceňovaného podniku spočívá ve výrobě a prodeji konzumních lihovin a sirupů. Drtivou většinu tržeb tak získává z prodeje svých vlastních výrobků. Ve svých prodejnách však prodává lihoviny ostatních výrobců a vytváří tak rovněž **tržby za prodej zboží**. Ty tvoří poměrně málo významnou položku tržeb, přesto se na činnosti podniku podílí, souvisejí s hlavním předmětem činnosti a jsou tak prognózovány. Tržby za prodej zboží jsou s ohledem na jejich nejasný trend v minulosti koncipovány po celé plánované období v konstantní úrovni dané jejich průměrnou výší za období let 2005 až 2009. V letech 2006 až 2008 vykazovala společnost vyšší **náklady na prodané zboží**, než byly tržby z této činnosti a **obchodní marže** tak byla záporná. V posledním sledovaném roce se však společnosti podařilo náklady na prodej zboží snížit, současně vzrostly tržby a obchodní marže již byla jako na počátku sledovaného období kladná. Vzhledem k tomu, že společnost již očekává kladnou obchodní marži i v budoucnu, je pro všechna plánovaná období koncipována kladná, a to rovněž v konstantní výši, v tomto případě odpovídající roku 2009. Náklady na prodané zboží jsou tak nastaveny ve výši rozdílu tržeb za prodané zboží a obchodní marže.

Plán výkonů

Výkony společnosti jsou tvořeny tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, změnou stavu zásob vlastní výroby a aktivací. Plánovaná výše všech těchto položek včetně souhrnné položky výkonů je uvedena v tabulce 4.2.

Tabulka 4.2 Plán výkonů (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Výkony	177 959	191 657	220 507	252 680	276 705
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	174 723	188 701	216 629	248 690	273 559
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 138	1 236	2 468	2 834	2 198
Aktivace	2 098	1 720	1 410	1 156	948

Jak již bylo řečeno výše, největší podíl na tržbách oceňované společnosti mají **tržby za prodej vlastních výrobků a služeb**. Vzhledem k tomu, že se oceňovaný podnik řadí do neutrálního odvětví, nelze očekávat korelaci tržeb společnosti k vývoji hrubého domácího produktu. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou tak prognózovány pro první dva roky na základě očekávání společnosti ohledně jejich vývoje. Pro další tři roky se vychází z váženého průměru těchto tržeb za období let 2005 až 2009, který je v posledním prognózovaném roce upraven na konzervativnější prognózu.

V roce 2010 je plánován pokles tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 17,6 % oproti roku 2009, a to vzhledem ke zvýšení spotřební daně z lihu od 1. ledna 2010. Tato změna vedla na konci roku 2009 odběratele společnosti k výraznému zvýšení odběru výrobků společnosti. Odběratelé se tak předzásobili a v prvních měsících roku 2010 je proto očekáván výrazný pokles prodejů. Také pro rok 2011 neočekává společnost návrat tržeb na výši odpovídající průměru minulých let a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou tak prognózovány s růstem 8 % oproti roku 2010. V letech 2012 a 2013 je plánován růst odpovídající váženému průměru tempa růstu tržeb za období let 2005 až 2009, tedy 14,80 %. Vážený průměr byl v tomto případě stanoven tak, že byly nejdříve vyčísleny meziroční tempa růstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a následně byly přiřazovány tempům růstu váhy dle jejich důležitosti tak, že tempu růstu tržeb v roce 2009 byla přiřazena váha nejvyšší, tj. váha 5, neboť se nejvíce blíží datu ocenění, a tempu růstu v roce 2005, tedy na počátku sledovaného období, byla přiřazena váha 1. Pro poslední rok prognózy je tento vážený průměr tempa růstu upraven na konzervativnějších 10 % vzhledem ke vzdálenosti plánovaného období.

Druhá položka tvořící výkony, tj. **změna stavu zásob vlastní činnosti**, je do budoucna odvozována od změny stavu výrobků společnosti, nedokončené výroby a polotovarů.

Položka **aktivace** vykazovala v posledních letech klesající tendenci. Pro prognózované období je v této tendenci pokračováno, a to ve výši průměrného meziročního poklesu položky za léta 2005 až 2009. Meziroční pokles položky aktivace tak činí 18 %.

Plán výkonové spotřeby

Výkonová spotřeba zahrnuje spotřebu materiálu a energie a dále položku služby. Plánovaná výše těchto položek včetně celkové výše výkonové spotřeby je uvedena v tabulce 4.3.

Tabulka 4.3 Plán výkonové spotřeby (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Výkonová spotřeba	139 330	151 585	174 621	199 197	217 548
Spotřeba materiálu a energie	113 978	124 367	143 472	163 664	178 742
Služby	25 352	27 218	31 149	35 533	38 806

Výkonová spotřeba je stanovena jako součet spotřeby materiálu a energie a služeb. **Spotřeba materiálu a energie** představuje vzhledem k činnosti podniku podstatnou část výkonové spotřeby. Její budoucí vývoj je stanoven poměrem k výkonům a tržbám za prodej zboží. V roce 2009 činil tento podíl 61,26 %. Pro rok 2010 se předpokládá schopnost společnosti udržet tyto náklady na úrovni odpovídající roku 2009. V roce 2011 se podíl těchto nákladů zvýší o 1 % vlivem zdražení cen lihu, cukru a ostatních vstupů do výroby. Rovněž se projeví očekávaný nárůst cen energií, se kterým se počítá i pro rok 2012 a dojde tak k dalšímu zvýšení poměru o 0,5 %. Pro roky 2013 a 2014 se již předpokládá konstantní úroveň podílu spotřeby materiálu a energie na tržbách za zboží a výkonech ve výši odpovídající roku 2012, tedy 62,76 %.

Položka **služby** vykazovala v letech 2005 až 2009 průměrný podíl na výkonech a tržbách za prodej zboží ve výši 13,63 %. Pro plánované období se předpokládá zachování podílu v této výši.

Plán přidané hodnoty

Na základě výše uvedené predikce je možné sestavit plán přidané hodnoty, neboť ta se stanoví jako součet obchodní marže a výkonů snížených o výkonovou spotřebu. Plánovaný vývoj přidané hodnoty zobrazuje tabulka 4.4.

Tabulka 4.4 Plán přidané hodnoty (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Přidaná hodnota	39 566	41 009	46 823	54 420	60 094

V roce 2009 činila přidaná hodnota 50 380 tis. Kč. V prvním plánovaném roce tedy dojde k výraznému poklesu přidané hodnoty. V následujících letech již vykazuje plánovaná přidaná hodnota rostoucí trend, což odpovídá minulému vývoji přidané hodnoty společnosti Fruko-Schulz s. r. o.

Plán osobních nákladů

Osobní náklady, jejichž plánovaný vývoj uvádí tabulka 4.5, zahrnují v případě společnosti Fruko-Schulz s. r. o. mzdové náklady, náklady na sociální a zdravotní pojištění a sociální náklady.

Tabulka 4.5 Plán osobních nákladů (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Osobní náklady	19 749	21 259	24 279	27 739	30 426
Mzdové náklady	14 626	15 744	17 978	20 543	22 533
Náklady na sociální a zdravotní pojištění	4 973	5 353	6 113	6 985	7 661
Sociální náklady	151	162	185	211	232

Mzdové náklady společnosti si v letech 2005 až 2009 udržovaly poměrně konstantní podíl na tržbách za prodej zboží, výrobků a služeb. V průměru činil tento podíl 8 % a pro plánované období let 2010 až 2014 se předpokládá udržení podílu na tržbách ve výši tohoto průměrného podílu z let minulých.

Náklady na sociální a zdravotní pojištění jsou součtem zdravotního pojištění a pojištění na sociální zabezpečení a státní politiku zaměstnanosti, které musí zaměstnavatel za své zaměstnance odvést. Sazba pojistného na všeobecné zdravotní pojištění činí 9 % z hrubé mzdy zaměstnance, tedy ze mzdových nákladů. Pojistné na sociální zabezpečení a státní politiku zaměstnanosti zahrnuje tři složky, a to nemocenské pojištění (2,5 %), důchodové pojištění (22 %) a pojištění na státní politiku zaměstnanosti (1,5 %). Celkově tedy činí tyto náklady na sociální a zdravotní pojištění 34 % ze mzdových nákladů, přičemž se předpokládá, že tato úroveň zůstane stejná po celé plánované období.

Stejně jako mzdové náklady vykazovaly v minulosti rovněž **sociální náklady** poměrně konstantní podíl na tržbách, který se pohyboval okolo 0,08 %. Pro plánované období let 2010 až 2014 se předpokládá udržení podílu ve výši 0,08 % z tržeb za zboží, výrobky a služby.

Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření

Ostatní položky provozního výsledku hospodaření jsou daně a poplatky, odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, tržby z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady.

Plánovaný vývoj těchto položek v letech 2010 až 2014 uvádí tabulka 4.6.

Tabulka 4.6 Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Daně a poplatky	320	361	408	461	521
Odpisy DHNM	6 593	6 295	7 042	6 738	6 464
Tržby z prodeje materiálu	6 915	7 105	7 301	7 501	7 708
Prodaný materiál	6 588	6 769	6 955	7 147	7 343
Změna stavu rezerv	-2 968	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	2 510	2 510	2 510	2 510	2 510
Ostatní provozní náklady	1 467	1 467	1 467	1 467	1 467

Položka **daně a poplatky** obsahuje veškeré daně a poplatky zaúčtované účetní jednotkou jako náklady s výjimkou daně z příjmů. Daně a poplatky vykazovaly s výjimkou posledního analyzovaného roku minulosti podniku růst. V průměru se meziročně zvyšovaly o 13 %, přičemž 13% růst je zachován i v plánovaném období.

Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku jsou pro plánované období konstruovány dle jejich průměrného podílu na konečném stavu odepisovaného dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku oceňovaného podniku v předcházejícím roce, přičemž tento průměr je stanoven za období analyzovaných let 2005 až 2009. Za toto období činil podíl odpisů běžného roku na odepisovaném dlouhodobém hmotném a nehmotném majetku předcházejícího roku v průměru 16 % a v dané výši jsou plánovány odpisy i pro léta 2010 až 2014, tedy 16 % z konečného stavu odepisovaného majetku v předcházejícím roce.

Tržby z prodeje materiálu v plánovaném období meziročně rostou o 2,75 %, což odpovídá průměrnému růstu této položky v letech 2005 až 2009.

Položka **prodaný materiál** je stanovena podílem na tržbách z prodeje materiálu ve výši 95,27 %. Tento podíl odpovídá průměrnému podílu položky na tržbách z prodeje materiálu v analyzovaném období.

Změna stavu rezerv představuje rozdíl mezi konečným a počátečním stavem rezerv. Společnost Fruko-Schulz s. r. o. vytvořila rezervy podle zvláštních právních předpisů v letech 2007 a 2008, a to na opravy nemovitostí. Již v roce 2009 rezervy částečně čerpala. Pro plánované období se předpokládá celkové vyčerpání v prvním roce prognózy a s další tvorbou se již neuvažuje.

Ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady jsou plánovány pro všechna období v konstantní výši odpovídající průměrné hodnotě těchto položek v letech 2005 až 2009.

V minulosti společnost vykazovala rovněž tržby za prodej dlouhodobého majetku a zůstatkovou cenu z prodeje dlouhodobého majetku. Vzhledem k nepravidelnému až mimořádnému vývoji těchto položek nejsou pro období let 2010 až 2014 plánovány.

Plán provozního výsledku hospodaření

Na základě výše provedené prognózy vývoje jednotlivých položek provozních výnosů a nákladů je možné stanovit provozní výsledek hospodaření pro plánované období let 2010 až 2014. Plánované hodnoty provozního výsledku hospodaření jsou uvedeny v tabulce 4.7.

Tabulka 4.7 Plán provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	17 242	14 473	16 485	20 879	24 090

V roce 2009 činil provozní výsledek hospodaření společnosti Fruko-Schulz s. r. o. 22 959 tis. Kč. V prvním roce plánu tedy dojde vlivem snížení tržeb společnosti k poklesu provozního výsledku hospodaření na 17 242 tis. Kč. Pokles je plánován rovněž v roce 2011, neboť se projeví zejména růst nákladů společnosti. Pokles je zaznamenán také z toho důvodu, že je v prvním roce plánu uvažováno s čerpáním rezerv v celkové výši 2 968 tis. Kč, což napomohlo konečný provozní výsledek hospodaření v tomto roce zlepšit. Při jejich nečerpání by provozní výsledek hospodaření v roce 2011 odpovídal zhruba výsledku z roku 2010. V následujících letech je již predikován růst provozního výsledku hospodaření. V posledním plánovaném období je očekáván provozní výsledek hospodaření ve výši 24 090 tis. Kč, což téměř odpovídá zatím nejúspěšnějšímu roku společnosti Fruko-Schulz s. r. o., tedy roku 2009.

4.1.1.2 Plán finančního výsledku hospodaření

Výsledek hospodaření z finanční činnosti společnost Fruko-Schulz s. r. o. byl v minulosti tvořen výnosovými úroky, nákladovými úroky, ostatními finančními výnosy a ostatními finančními náklady. Všechny tyto položky finančního výsledku hospodaření jsou rovněž součástí finančního plánu pro období let 2010 až 2014, přičemž jejich plánované hodnoty uvádí tabulka 4.8.

Tabulka 4.8 Plán položek finančního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Výnosové úroky	96	55	49	96	181
Nákladové úroky	2 204	1 533	1 701	1 888	2 096
Ostatní finanční výnosy	263	263	263	263	263
Ostatní finanční náklady	1 093	1 093	1 093	1 093	1 093

Výnosové úroky jsou plánovány po celé období ve výši 3 % z konečného stavu krátkodobého finančního majetku předcházejícího roku.

Nákladové úroky jsou vyčísleny podílem na výši konečného stavu úvěrů předchozího období. V průměru za minulé období činily nákladové úroky běžného období 3,44 % z konečného stavu bankovních úvěrů předcházejícího období. Ve výši tohoto podílu jsou koncipovány po celé plánované období.

Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady jsou pro období let 2010 až 2014 plánovány v konstantní výši odpovídající průměrné hodnotě těchto položek za léta 2005 až 2009.

Po nastavení jednotlivých položek tvořících výsledek hospodaření z finanční činnosti podniku lze určit plánovaný vývoj položky finanční výsledek hospodaření pro období let 2010 až 2014. Plánované hodnoty této položky uvádí tabulka 4.9.

Tabulka 4.9 Plán finančního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční výsledek hospodaření	-2 938	-2 308	-2 482	-2 623	-2 745

Oproti roku 2009, kdy činil finanční výsledek hospodaření -2 066 tis. Kč, je v roce 2010 plánováno zhoršení výsledku hospodaření z finanční činnosti na -2 938 tis. Kč, a to zejména díky vysokým nákladovým úrokům. V roce 2011 dojde k vylepšení finančního výsledku hospodaření, a to opět díky nákladovým úrokům, u kterých dojde vlivem snížení konečného stavu bankovních úvěrů v roce 2010 k jejich poklesu. V následujících letech je plánován mírně se zhoršující finanční výsledek hospodaření.

4.1.1.3 Plán výsledku hospodaření po zdanění

Vzhledem k tomu, že mimořádný výsledek hospodaření není plánován, lze již přistoupit k sestavení plánu konečného výsledku hospodaření oceňovaného podniku pro období let 2010 až 2014, viz tabulka 4.10.

Tabulka 4.10 Plán výsledku hospodaření po zdanění (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	17 242	14 473	16 485	20 879	24 090
Finanční výsledek hospodaření	-2 938	-2 308	-2 482	-2 623	-2 745
Výsledek hospodaření před zdaněním	14 304	12 165	14 004	18 256	21 345
Daň	2 718	2 311	2 661	3 469	4 056
Výsledek hospodaření po zdanění	11 586	9 854	11 343	14 787	17 289

Výsledek hospodaření před zdaněním je stanoven jako součet provozního a finančního výsledku hospodaření. Dle zákona o dani z příjmu právnických osob je zaokrouhlen na celé tisícikoruny dolů a z tohoto daňového základu je následně určena daň, přičemž daňová sazba je uvažován pro celé plánované období ve výši 19 %.

V případě výsledku hospodaření po zdanění lze pozorovat obdobný vývoj jako u provozního výsledku hospodaření, tj. v prvním roce pokles oproti roku 2009, který bude pokračovat i v roce 2011. Následně je již plánován růst čistého zisku.

Kompletní podoba výkazu zisku a ztráty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pro plánované období let 2010 až 2014 je uvedena v příloze č. 8.

4.1.2 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pro období let 2010 až 2014 je sestavena ve dvou dílčích krocích. Prvním krokem je sestavení plánu aktiv, druhým pak sestavení plánu pasiv.

4.1.2.1 Plán aktiv

Aktiva oceňovaného podniku jsou tvořena dlouhodobým majetkem, oběžným majetkem a časovým rozlišením. Pro jednotlivé tyto položky aktiv jsou níže sestaveny dílčí plány.

Plán dlouhodobého majetku

V rámci sestaveného finančního plánu oceňovaného podniku je dlouhodobý majetek tvořen dlouhodobým hmotným majetkem a dlouhodobým nehmotným majetkem. Plánovaná výše těchto položek, včetně jejich dílčích položek je uvedena v tabulce 4.11.

Tabulka 4.11 Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek	42 587	47 254	45 358	43 643	43 991
Dlouhodobý nehmotný majetek	242	0	0	0	0
Software	242	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	42 345	47 254	45 358	43 643	43 991
Pozemky	1 772	1 772	1 772	1 772	1 772
Stavby	26 051	25 960	25 869	25 779	25 689
Samostatné movité věci	13 051	18 051	16 246	14 621	15 060
Poskytnuté zálohy na DHM	1 471	1 471	1 471	1 471	1 471

Dlouhodobý nehmotný majetek společnosti zahrnuje software, který si společnost pořídila v roce 2008. V následujícím roce došlo ke snížení jeho hodnoty o 322 tis. Kč. Do budoucna je pro každý rok plánováno snížení položky software o těchto 322 tis. Kč. Nové investice nejsou v rámci této položky plánovány, což znamená, že od roku 2011 je hodnota této položky nulová. Společnost ve své rozvaze vykazovala v rámci nehmotného majetku rovněž ocenitelná práva. Jejich hodnota netto však byla ve všech sledovaných letech nulová a stejný vývoj je plánován i v letech 2010 až 2014.

Do **dlouhodobého majetku** společnosti jsou zařazeny pozemky, stavby, samostatné movité věci a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek. Pozemky byly ve všech analyzovaných letech minulosti konstantní ve výši 1 772 tis. Kč a stejný vývoj je plánován i pro jednotlivé roky dlouhodobého finančního plánu. Stavby vykazovaly v minulosti klesající trend s výjimkou roku 2008, kdy došlo k investici do nové skladovací haly. V případě staveb je plánován klesající trend odpovídající průměrnému meziročnímu poklesu staveb za období 2005 až 2009, který činil 0,35 %. Samostatné movité věci zahrnují zejména různé výrobní stroje společnosti, kolkovací stroje apod. V rámci této položky je již třeba uvažovat s investicemi. V prvním roce predikce nebudou ještě nové investice realizovány vzhledem k poklesu odbytu společnosti. Samostatné movité věci tak poklesnou o 10 %, což odpovídá poklesu položky v minulých letech v případě, že společnost neprovedla investice. V roce 2011 již společnost plánuje realizovat větší investiční akci ve výši 5 000 tis. Kč. V následujících

dvou letech je plánován opět pokles položky samostatných movitých věcí ve výši 10 %. V roce 2014 pak růst o 3 %. Součástí položky dlouhodobého hmotného majetku jsou rovněž poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek. Ty jsou nastaveny po celé plánované období v konstantní výši odpovídající hodnotě položky v roce 2009.

Dlouhodobý finanční majetek již v posledních dvou letech oceňovaný podnik nevykazuje. Do budoucna tak není tato položka plánována.

Plán oběžných aktiv

Oběžná aktiva oceňovaného podniku se na celkových aktivech podílejí ve větší míře než dlouhodobý majetek. Zahrnují zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Plánované hodnoty těchto položek a oběžných aktiv celkem uvádí tabulka 4.12.

Tabulka 4.12 Plán oběžných aktiv (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Oběžná aktiva	237 651	255 504	293 073	337 272	372 022
Zásoby	40 161	43 232	49 367	56 410	61 873
Krátkodobé pohledávky	195 665	210 625	240 515	274 828	301 444
Krátkodobý finanční majetek	1 825	1 647	3 191	6 034	8 704

U **zásob** byla analyzována náročnost tržeb za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb na této složce pracovního kapitálu v minulosti. K tomu byl využit ukazatel doby obratu ve dnech. Následně byl vypočítán vážený průměr doby obratu za období 2005 až 2009. Hodnota zásob je na základě těchto propočtů a se znalostí tržeb za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb plánována dopočetem ze vzorce doby obratu zásob, přičemž doba obratu zásob je pro celé plánované období nastavena ve výši váženého průměru této položky v minulosti, tedy 79,08 dní.

Stejný postup byl využit i u další položky pracovního kapitálu, **krátkodobých pohledávek**. Doba obratu krátkodobých pohledávek určená váženým průměrem za období 2005 až 2009 činila 385,29 dní. Tento vážený průměr je uvažován jako konstantní pro plánované období a dle ukazatele doby obratu krátkodobých pohledávek je dopočtena hodnota krátkodobých pohledávek v jednotlivých plánovaných letech.

Krátkodobý finanční majetek je převzat z plánu peněžních toků. V rámci tohoto výkazu odpovídá položce stav peněžních prostředků na konci účetního období.

Plán časového rozlišení

Aktiva oceňovaného podniku zahrnují rovněž časové rozlišení, a to v podobě nákladů příštích období. Tato položka aktiv je plánovaná po celé období v konstantní výši odpovídající hodnotě časového rozlišení v roce 2009, viz tabulka 4.13.

Tabulka 4.13 Plán časového rozlišení (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Časové rozlišení	7 653	7 653	7 653	7 653	7 653

Souhrnný plán aktiv

Na základě sestavených plánů jednotlivých položek aktiv lze zjistit celkovou výši aktiv společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pro plánované období let 2010 až 2014. Hodnoty aktiv včetně souhrnných hodnot hlavních položek aktiv jsou uvedeny v tabulce 4.14.

Tabulka 4.14 Souhrnný plán aktiv (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva	287 891	310 411	346 084	388 568	423 666
Dlouhodobý majetek	42 587	47 254	45 358	43 643	43 991
Oběžná aktiva	237 651	255 504	293 073	337 272	372 022
Časové rozlišení	7 653	7 653	7 653	7 653	7 653

Aktiva jsou plánována jako s výjimkou prvního roku plánována jako rostoucí. V roce 2010 dojde k jejich snížení vlivem již výše zmiňovaného snížení tržeb společnosti, na které se tyto položky rozvahy společnosti vážou.

4.1.2.2 Plán pasiv

Pasiva společnosti Fruko-Schulz s. r. o. byla v minulosti tvořena vlastním kapitálem a cizími zdroji. Tyto položky jsou plánovány rovněž pro období 2010 až 2014 a stejně jako v případě jednotlivých položek aktiv jsou i zde sestaveny jejich dílčí plány.

Plán vlastního kapitálu

Vlastní kapitál společnosti je tvořen základním kapitálem, kapitálovými fondy, rezervním fondem a ostatními fondy ze zisku, výsledkem hospodaření minulých let a výsledkem hospodaření běžného účetního období. Plánovaná výše těchto položek na období 2010 až 2014 uvádí tabulka 4.15.

Tabulka 4.15 Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Vlastní kapitál	58 410	61 892	63 873	67 886	71 127
Základní kapitál	31 000	31 000	31 000	31 000	31 000
Kapitálové fondy	10 214	10 214	10 214	10 214	10 214
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	4 265	4 265	4 265	4 265	4 265
VH minulých let	1 345	6 559	7 052	7 619	8 359
VH běžného účetního období	11 586	9 854	11 343	14 787	17 289

Základní kapitál společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je plánován v konstantní výši odpovídající minulému vývoji této položky.

Kapitálové fondy oceňovaného podniku zahrnují položky ostatní kapitálové fondy a oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. Hodnota kapitálových fondů byla v posledních dvou letech konstantní ve výši 10 214 tis. Kč a se změnou se do budoucna nepočítá. Kapitálové fondy jsou tedy nastaveny v této výši pro celé období 2010 až 2014.

Položka **rezervní fond a ostatní fondy ze zisku** zahrnuje zákonný rezervní fond a statutární a ostatní fondy. Vzhledem k tomu, že zákonný rezervní fond již byl vytvořen v zákonem stanovené výši, nejsou v budoucnu plánovány další přiděly do tohoto fondu. Stejně tak není plánován příděl do statutárních a ostatních fondů. Položka rezervní fond a ostatní fondy tak zůstává pro plánované období konstantní ve výši odpovídající roku 2009.

Výsledek hospodaření minulých let je součet výsledku hospodaření minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období minulého roku po odečtení přidělů do zákonného rezervního fondu, statutárních a ostatních fondů a podílu na zisku. V roce 2008 se společnosti poprvé podařilo dosáhnout kladného výsledku hospodaření minulých let a vyplatila pak až 99,55 % podíl na zisku v následujícím roce. Pro plánované období je uvažováno s vyplácením podílů na zisku ve výši 95 % z vytvořeného výsledku hospodaření běžného účetního období předcházejícího roku, a to s výjimkou roku 2010, kde je podíl na zisku plánován ve výši 90 % a roku 2011, kde je podíl na zisku plánován ve výši 55 %. Nižší vyplacený podíl v těchto letech je způsoben vyššími investičními akcemi plánovanými na rok 2011.

Výsledek hospodaření běžného účetního období představuje čistý zisk, který je převzat z výkazu zisku a ztráty. V tomto výkazu je uveden pod označením výsledek hospodaření za účetní období.

Plán cizích zdrojů

Pro plánované období 2010 až 2014 tvoří cizí zdroje oceňovaného podniku krátkodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci, jejichž hodnoty včetně celkové výše cizích zdrojů uvádí tabulka 4.16.

Tabulka 4.16 Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Cizí zdroje	229 481	248 519	282 211	320 682	352 539
Krátkodobé závazky	184 981	199 124	277 382	259 822	284 985
Bankovní úvěry a výpomoci	44 500	49 395	54 828	60 860	67 554

Krátkodobé závazky jsou jako další položka pracovního kapitálu určeny stejným způsobem jako krátkodobé pohledávky a zásoby. Byla tedy zjištěna náročnost tržeb za zboží, výrobky a služby na této položce pracovního kapitálu v minulosti pomocí ukazatele doby obratu krátkodobých závazků. Vážený průměr doby obratu závazků za období 2005 až 2009 činí 364,25 dní. Tento vážený průměr je plánován jako konstantní pro celé období 2010 až 2014 a dle ukazatele doby obratu krátkodobých závazků a se znalostí tržeb za zboží, výrobky a služby je dopočtena hodnota krátkodobých závazků v jednotlivých plánovaných letech.

Bankovní úvěry a výpomoci oceňovaného podniku zahrnují pouze krátkodobé bankovní úvěry, které podnik využívá na financování běžného chodu společnosti. Vzhledem k tomu, že se v prvním plánovaném roce uvažuje s omezením činnosti podniku, dojde rovněž k poklesu čerpaných krátkodobých bankovních úvěrů z 64 001 tis. Kč na 44 500 tis. Kč. V následujících letech se již uvažuje s růstem položky každoročně o 11 %.

Souhrnný plán pasiv

S využitím dílčích plánů hlavních položek pasiv je možné sestavit souhrnný plán pasiv společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pro plánované období let 2010 až 2014. Celkovou výši pasiv v plánovaných letech včetně souhrnných hodnot hlavních položek pasiv uvádí tabulka 4.17.

Tabulka 4.17 Souhrnný plán pasiv (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva	287 891	310 411	346 084	388 568	423 666
Vlastní kapitál	58 410	61 892	63 873	67 886	71 127
Cizí zdroje	229 481	248 519	282 211	320 682	352 539

I v případě pasiv lze samozřejmě pozorovat stejný vývoj jako u aktiv. V prvním roce dojde vlivem omezení činnosti podniku k poklesu hodnoty pasiv. V následujících letech lze již pozorovat růst, a to jak u celkových pasiv, tak u jejich dílčích položek.

Kompletní podoba plánované rozvahy společnosti Fruko-Schulz s. r. o. pro období let 2010 až 2014 je uvedena v příloze č. 7.

4.1.3 Plánovaný výkaz cash – flow

Proces sestavení tohoto plánu je rozdělen do čtyř částí, a to na sestavení plánu peněžních toků z provozní činnosti, sestavení plánu peněžních toků z investiční činnosti, sestavení plánu peněžních toků z finanční činnosti a posledním krokem je sestavení plánu konečného stavu peněžních prostředků.

4.1.3.1 Plán peněžních toků z provozní činnosti

Pro určení plánované výše peněžního toku z provozní činnosti je potřeba znát čistý zisk, odpisy, změnu stavu rezerv, krátkodobých pohledávek, krátkodobých závazků a zásob. Jejich plánovaná výše včetně zjištěného peněžního toku z provozní činnosti uvádí tabulka 4.18.

Tabulka 4.18 Plán peněžních toků z provozní činnosti (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý zisk	11 586	9 854	11 343	14 787	17 289
Odpisy	6 593	6 295	7 042	6 738	6 464
Změna stavu rezerv	-2 968	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých pohledávek	89 867	-14 960	-29 890	-34 313	-26 616
Změna stavu krátkodobých závazků	-74 298	14 143	28 258	32 440	25 163
Změna stavu zásob	7 388	-3 071	-6 135	-7 043	-5 463
Peněžní tok z provozní činnosti	38 169	12 261	10 617	12 609	16 837

Čistý zisk, odpisy i změna stavu rezerv jsou převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty oceňovaného podniku.

Pro stanovení **změny stavu krátkodobých pohledávek, krátkodobých závazků a zásob** se vychází z rozvahy společnosti. Výše změny těchto položek je stanovena jako rozdíl hodnoty položek v běžném roce a hodnoty položek v roce předcházejícím, a to při zohlednění vhodných znamének těchto změn.

Peněžní tok z provozní činnosti dosáhne v prvním plánovaném roce vysokých hodnot vlivem vysoké a kladné změny stavu krátkodobých pohledávek a změny stavu zásob. V následujícím roce již lze pozorovat výrazný pokles položky, který mírně pokračuje rovněž v roce 2012. V letech 2013 a 2014 již vykazuje peněžní tok z provozní činnosti růst.

4.1.3.2 Plán peněžních toků z investiční činnosti

Pro určení plánované výše peněžního toku z investiční činnosti je nutné stanovit velikost investic do dlouhodobého majetku společnosti. Plánovaná výše investic včetně zjištěného peněžního toku z investiční činnosti uvádí tabulka 4.19.

Tabulka 4.19 Plán peněžních toků z investiční činnosti (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Investice do dlouhodobého majetku	-4 730	-10 962	-5 146	-5 023	-6 812
Peněžní tok z investiční činnosti	-4 730	-10 962	-5 146	-5 023	-6 812

Investice do dlouhodobého hmotného majetku jsou dány součtem investic obnovovacích a rozvojových. Obnovovací investice odpovídají velikosti odpisů dlouhodobého majetku v daném roce a investice rozvojové jsou stanoveny jako rozdíl konečného stavu dlouhodobého majetku v daném roce a konečného stavu dlouhodobého majetku v roce předcházejícím. Výrazný nárůst lze pozorovat zejména v roce 2011, neboť v tomto roce jsou plánovány výrazné investice do samostatných movitých věcí společnosti, tedy do strojů. V ostatních letech jsou investice tvořeny převážně investicemi obnovovacími, tedy takovými investicemi, které pouze pokrývají opotřebení dlouhodobého majetku společnosti.

Peněžní tok z investiční činnosti odpovídá hodnotě investic do dlouhodobého hmotného majetku po celé plánované období.

4.1.3.3 Plán peněžních toků z finanční činnosti

Peněžní tok z finanční činnosti oceňovaného podniku zahrnuje změnu stavu bankovních úvěrů a vyplacené podíly na zisku společnosti. Hodnoty těchto položek pro plánované období 2010 až 2014 včetně výsledné hodnoty peněžního toku z finanční činnosti udává tabulka 4.20.

Tabulka 4.20 Plán peněžních toků z investiční činnosti (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Změna stavu bankovních úvěrů	-19 501	4 895	5 433	6 031	6 695
Vyplacené podíly na zisku	-15 306	-6 372	-9 361	-10 775	-14 048
Peněžní tok z finanční činnosti	-34 807	-1 477	-3 928	-4 744	-7 353

Změna stavu bankovních úvěrů je odvozena z plánované rozvahy společnosti jako rozdíl konečného stavu bankovních úvěrů a výpomocí běžného roku a konečného stavu bankovních úvěrů a výpomocí v roce předcházejícím.

Vyplacené podíly na zisku jsou stanoveny ve výši odpovídající popisu v rámci položky výsledek hospodaření minulých let. V roce 2010 tedy činí 90 % z čistého zisku, v roce 2011 činí 55 % z čistého zisku a v letech 2012 až 2014 jsou stanoveny ve výši 95 % z čistého zisku.

Peněžní tok z finanční činnosti vykazuje v prvním roce plánu zejména vlivem snížení stavu bankovních úvěrů vysoce záporných hodnot. V následujících letech již dojde ke zlepšení tohoto peněžního toku, přičemž vývoj odpovídá svými posuny peněžnímu toku z investiční činnosti. Tedy po roce 2011 následuje další zlepšení peněžního toku z finanční činnosti. V následujících dvou letech je již zaznamenáno zhoršení této položky.

4.1.3.4 Plán konečného stavu peněžních prostředků

Po určení peněžních toků z provozní činnosti, investiční činnosti a činnosti finanční je možné sestavit plán konečných stavů peněžních prostředků pro plánované období, viz tabulka 4.21.

Tabulka 4.21 Plán konečného stavu peněžních prostředků (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Počáteční stav peněžních prostředků	3 193	1 825	1 647	3 191	6 034
Peněžní tok z provozní činnosti	38 169	12 261	10 617	12 609	16 837
Peněžní tok z investiční činnosti	-4 730	-10 962	-5 146	-5 023	-6 812
Peněžní tok z finanční činnosti	-34 807	-1 477	-3 928	-4 744	-7 353
Změna peněžních prostředků	-1 368	-177	1 544	2 842	2 671
Konečný stav peněžních prostředků	1 825	1 647	3 191	6 034	8 704

Počáteční stav peněžních prostředků je převzat z konečného stavu peněžních prostředků v předcházejícím roce.

Změna peněžních prostředků představuje čisté zvýšení či snížení peněžních prostředků oproti předcházejícímu roku. Jedná se tedy o součet peněžního toku z provozní, investiční a finanční činnosti podniku v daném roce.

Konečný stav peněžních prostředků je stanoven jako součet počátečního stavu peněžních prostředků a změny peněžních prostředků.

Plánovaný výkaz cash – flow oceňované společnosti pro období 2010 a 2014 je uveden v příloze č. 9.

4.1.4 Poměrová analýza dlouhodobého finančního plánu

V příloze č. 10 je uvedena tabulka s výsledky poměrové analýzy dlouhodobého finančního plánu sestaveného pro roky 2010 až 2014, a to v rozsahu odpovídajícímu poměrové analýze uvedené v kapitole 3.5.3 pro období let 2005 až 2009. Pro srovnání jednotlivých poměrových ukazatelů v minulosti s jejich plánovaným vývojem v budoucnosti je v tabulce uvedena průměrná hodnota každého poměrového ukazatele za minulost a průměrná hodnota daného poměrového ukazatele za plánované období.

Z výsledků je patrné, že u většiny položek nelze v budoucnu pozorovat jednoznačný trend vývoje. V průměru je však plánováno spíše zlepšení finančního zdraví oceňovaného podniku. Lepších výsledků je dosahováno zejména v oblastech, jež jsou v rámci analýzy poměrových ukazatelů minulého vývoje společnosti ohodnoceny jako problémové. Jedná se o oblast zadluženosti a finanční samostatnosti, ale rovněž oblast likvidity. U finanční stability a zadluženosti lze pozitivně hodnotit zejména zvýšení podílu vlastního kapitálu na aktivech z průměrných 14,85 % na průměrných 18,59 % či snížení celkové zadluženosti z průměrných 85,15 % na průměrných 81,41 %. Pro období let 2010 až 2014 je rovněž plánováno zlepšení likvidity oceňovaného podniku, avšak i v budoucnu nejsou s výjimkou pohotové likvidity splněny doporučené limity pro likviditu. Rentabilita celkového investovaného kapitálu zůstala v průměru za budoucnost ve stejné výši jako v průměru za minulost. U ostatních zkoumaných ukazatelů rentability je plánováno jejich mírné zlepšení, zhruba o 1 p. b. při zaměření se na průměrné hodnoty. Negativně lze ohodnotit skutečnost, že v průměru dochází v plánovaném období ke snížení efektivnosti využití majetku společnosti, avšak s výjimkou zásob.

4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Při aplikaci výnosových metod je nezbytné stanovit náklady kapitálu neboli diskontní míru, jejíž úlohou je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí. V diplomové práci je oceňován vlastní kapitál společnosti a je tedy potřeba stanovit náklady na kapitál vlastní. Jedním ze způsobů stanovení nákladů vlastního kapitálu je využití stavebnicových modelů. Stavebnicové modely jsou vhodné pro stanovení nákladů vlastního kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, což je případ České republiky. Variant stavebnicových modelů je mnoho, přičemž v práci je využit stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu, kde jsou nejdříve stanoveny náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, z čehož lze pak vypočítat náklady vlastního kapitálu R_E .

Vzhledem k tomu, že je ke stanovení hodnoty podniku využita rovněž paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů, jsou náklady kapitálu vypočteny také pro poslední sledovaný rok z minulosti, tedy rok 2009.

Nejprve jsou tedy stanoveny náklady kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ podle vzorce (2.73), které jsou součtem bezrizikové sazby a rizikových přírážek.

Bezriziková sazba R_F

Bezriziková sazba představuje výnosnost bezrizikového aktiva, kterým můžou být např. státní pokladniční poukázky či v praxi častěji užívané dlouhodobé státní dluhopisy. Vzhledem k tomu, že výnosy ze státních dluhopisů v dané době kolísaly a mohly by tak negativně ovlivnit přesnost výpočtu hodnoty společnosti, vychází se proto při určování bezrizikové sazby z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu. Za rok 2009 činila bezriziková sazba dle Ministerstva průmyslu a obchodu 4,67 % a v této výši je uvažována po celé plánované období, viz tabulka 4.22.

Tabulka 4.22 Bezriziková sazba R_F (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	4,67	4,67	4,67	4,67	4,67	4,67

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku R_{LA}

Pro stanovení rizikové přírážky za velikost podniku je třeba znát velikost úplatných zdrojů UZ , které jsou součtem vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací. Jelikož se hodnota úplatných zdrojů v plánovaném období pohybuje v rozmezí od 3 mld. Kč do 0,1 mld. Kč, je hodnota přírážky stanovena dle vzorce (2.79). Výsledné hodnoty rizikové přírážky za velikost podniku uvádí tabulka 4.23.

Tabulka 4.23 Riziková přírážka charakterizující velikost podniku R_{LA}

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ÚZ (v tis. Kč)	126 131	102 910	111 287	118 702	128 745	138 681
R_{LA} (v %)	4,91	4,99	4,96	4,94	4,90	4,87

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$

Výše této rizikové přírážky závisí na ukazateli $EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vypočteným dle vzorce (2.80). Ve všech sledovaných letech je hodnota ukazatele $EBIT/A$ větší než hodnota ukazatele $X1$ vyjadřujícího nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním, a z toho důvodu je riziková přírážka charakterizující produkční sílu stanovena ve výši minima $R_{podnikatelskéodvětví}$. Konkrétní hodnoty rizikové přírážky lze vyčíst z tabulky 4.24.

Tabulka 4.24 Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$ (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
$EBIT/A$	5,89	5,73	4,41	4,54	5,18	5,53
$X1$	0,85	1,77	1,11	1,06	1,03	1,02
$R_{podnikatelské}$	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$

Pro stanovení rizikové této rizikové přírážky se vychází z ukazatele celkové likvidity oceňovaného podniku, který se porovnává s mezními hodnotami likvidity $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$. Ve všech sledovaných letech se celková likvidita společnosti pohybuje v těchto mezích a riziková přírážka je proto stanovena dle vzorce (2.83) ve výši odpovídající hodnotám uvedeným v tabulce 4.25.

Tabulka 4.25 Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
L3	1,04	1,04	1,03	1,04	1,05	1,06
XL1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
XL2	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
$R_{finstab}$ (v %)	9,47	9,53	9,63	9,49	9,32	9,28

Po stanovení bezrizikové sazby a rizikových přírážek lze součtem určit výši nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$, viz tabulka 4.26.

Tabulka 4.26 Náklady kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	4,67	4,67	4,67	4,67	4,67	4,67
R_{LA}	4,91	4,99	4,96	4,94	4,90	4,87
$R_{podnikatelské}$	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52
$R_{finstab}$	9,47	9,53	9,63	9,49	9,32	9,28
$WACC_U$	21,57	21,71	21,78	21,62	21,41	21,33

S využitím nákladů kapitálu nezadlužené firmy lze stanovit již samotné náklady vlastního kapitálu oceňované společností potřebné pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu R_E jsou stanoveny dle vzorce (2.76), přičemž výsledné hodnoty uvádí tabulka 4.27.

Tabulka 4.27 Náklady vlastního kapitálu R_E

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
$WACC_U \cdot UZ/A$	0,0701	0,0776	0,0781	0,0742	0,0709	0,0698
$CZ/Z \cdot UM \cdot (UZ/A - VK/A)$	0,0034	0,0062	0,0040	0,0040	0,0039	0,0040
VK/A	0,1600	0,2029	0,1994	0,1846	0,1747	0,1679
R_E (v %)	41,64	35,20	37,16	38,02	38,36	39,21

Rozdíl mezi náklady vlastního kapitálu a náklady kapitálu nezadlužené firmy odpovídá rizikové přírážce za zadluženost označované jako finanční struktura R_{finstr} . Z důvodu zamezení extrémních případů je doporučováno ponechat tuto rizikovou přírážku ve výši maximálně 10 %. Z tabulky 4.28 vyplývá, že dle výše provedených výpočtů činí v případě oceňovaného podniku riziková přírážka za zadluženost více než 10 %. Je proto upravena

na maximální doporučovanou hodnotu 10 %, čímž dochází ke snížení nákladů vlastního kapitálu, jejichž výsledné hodnoty jsou rovněž uvedeny v dané tabulce.

Tabulka 4.28 Upravené náklady vlastního kapitálu R_E (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_{finstr}	20,07	13,48	15,38	16,40	16,94	17,88
R_{finstr} upravená	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
R_E upravené	31,57	31,71	31,78	31,62	31,41	31,33

V přílohách č. 11 a 12 jsou pro zajímavost a možnost srovnání s výše vypočtenými náklady vlastního kapitálu uvedeny grafy a tabulky zobrazující výši a strukturu nákladů vlastního kapitálu společnosti v letech 2007 a 2008. Grafy a tabulky jsou získány z benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA, který je dostupný na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Vedle vývoje nákladů vlastního kapitálu oceňovaného podniku lze sledovat rovněž jejich vývoj u celého odvětví (v letech 2007 a 2008 se jedná ještě o OKEČ 15) či u podniků daného odvětví členěných na podniky nejlepší, velmi dobré, ziskové a ztrátové.

4.3 Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami

V této podkapitole je stanovena hodnota podniku Fruko-Schulz s. r. o. pomocí metody *DCF-Equity* a metody kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě paušální i analytické.

4.3.1 Stanovení hodnoty podniku metodou *DCF-Equity*

Při využití metody *DCF-Equity* ke stanovení hodnoty podniku je oceňován pouze kapitál vlastní. Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu je v práci využita dvoufázová metoda *DCF-Equity*, přičemž délka první fáze je čtyři roky (2010 až 2013) a od pátého roku, roku 2014, je uvažováno s druhou fází trvající do nekonečna.

Aby bylo možné stanovit hodnotu vlastního kapitálu pomocí této metody, je nejdříve nutné odhadnout vývoj volných finančních toků pro vlastníky *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*). Údaje pro stanovení *FCFE* jsou čerpány z dlouhodobého finančního plánu podniku, jehož sestavení je základním předpokladem pro výpočet hodnoty jak metodou *DCF-Equity*, tak taky analytické varianty metody kapitalizovaných zisků. Tabulka 4.29 obsahuje vstupní údaje a výsledné hodnoty *FCFE* pro období 2010 až 2014 vypočtené dle vzorce (2.29).

Tabulka 4.29 *FCFE* pro období 2010 až 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý zisk	11 586	9 854	11 343	14 787	17 289
Odpisy	6 593	6 295	7 042	6 738	6 464
Změna čistého pracovního kapitálu	-24 325	3 710	9 311	11 759	9 587
Investice	4 730	10 962	5 146	5 023	6 812
Změna stavu úvěrů	-19 501	4 895	5 433	6 031	6 695
FCFE	18 274	6 372	9 361	10 775	14 048

Čistý zisk a odpisy jsou pro plánované období převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Změna čistého pracovního kapitálu je vypočtena z plánované rozvahy jako rozdíl změny stavu pohledávek a změny stavu krátkodobých závazků oceňovaného podniku. Položka investic je převzata z plánovaného výkazu cash – flow a změna stavu úvěrů je stanovena z plánované rozvahy jako rozdíl konečného stavu úvěrů na konci daného období a konečného stavu úvěrů na konci období předcházejícího.

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku jsou využity hodnoty volných finančních toků pro vlastníky *FCFE* uvedené v tabulce 4.29, které jsou diskontovány náklady na kapitál vlastní R_E uvedenými v tabulce 4.28. Hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku je s využitím těchto údajů vypočtena dle vzorců (2.39), (2.40) a (2.42). Veškerá data vedoucí ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku včetně výsledné hodnoty vlastního kapitálu jsou uvedeny v tabulce 4.30.

Tabulka 4.30 Hodnota vlastního kapitálu podniku dle metody *DCF-Equity* (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
FCFE	18 274	6 372	9 361	10 775	14 048
R_E	31,71 %	31,78 %	31,62 %	31,41 %	31,33 %
Diskontní faktor	0,7592	0,5761	0,4377	0,3331	
Diskontované FCFE	13 874	3 671	4 098	3 589	
Hodnota 1. fáze	25 232				
Pokračující hodnota	44 833				
Hodnota 2. fáze	14 934				
Hodnota vlastního kapitálu	40 166				

Z výsledků je zřejmé, že hodnota podniku na bázi vlastního kapitálu stanovená dvoufázovou metodou *DCF-Equity* činí 40 166 tis. Kč, přičemž hodnota první fáze je 25 232 tis. Kč a hodnota druhé fáze činí 14 934 tis. Kč. Současně z tabulky z výše uvedené tabulky vyplývá, že pokračující hodnota udávající hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze činí 44 833 tis. Kč.

4.3.2 Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Druhou metodou využitou v diplomové práci ke stanovení hodnoty podniku na úrovni netto (výnosová hodnota je určena z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je rovněž přímo hodnota vlastního kapitálu) je metoda kapitalizovaných čistých výnosů, a to jak ve variantě analytické, tak ve variantě paušální. Analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů je stejně jako metoda *DCF* založena na prognóze budoucích výsledků za předpokladu neomezeného trvání podniku. Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů naopak vychází z historických účetních dat a určuje výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

4.3.2.1 Analytická metoda

Propočet výnosové hodnoty je v případě analytické metody obdobný jako u metody *DCF*. Rozdíl však spočívá v tom, že očekávaný výnos není na rozdíl od metody *DCF* kalkulován z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření oceňovaného podniku.

Výpočet vlastního kapitálu společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je uveden v tabulce 4.31. U analytické metody je nutné nejdříve stanovit upravený výsledek hospodaření. Vzhledem k tomu, že v dlouhodobém finančním plánu nejsou predikovány mimořádné výnosy a náklady, o které by bylo třeba výsledek hospodaření upravovat, jsou k výpočtu využity přímo hodnoty plánovaného čistého zisku společnosti uvedené v dlouhodobém finančním plánu pro období 2010 až 2014. Predikovaný čistý zisk je diskontován náklady vlastního kapitálu uvedenými v tabulce 4.28. Tímto je získán diskontovaný výsledek hospodaření, kterého je využito k výpočtu samotné hodnoty vlastního kapitálu s využitím vzorce (2.47). Stejně jako u metody *DCF-Equity* se i v případě metody analytické uvažuje s aplikací dvoufázové metody, přičemž první fáze je plánována na období čtyř let (2010 až 2013). Druhá fáze začíná v roce 2014 a trvá do nekonečna.

Tabulka 4.31 Hodnota vlastního kapitálu podniku dle analytické metody (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý zisk	11 586	9 854	11 343	14 787	17 289
R_E	31,71 %	31,78 %	31,62 %	31,41 %	31,33 %
Diskontní faktor	0,7592	0,5761	0,4377	0,3331	
Diskontované FCFE	8 797	5 677	4 965	4 926	
Hodnota 1. fáze	24 365				
Pokračující hodnota	55 177				
Hodnota 2. fáze	18 379				
Hodnota vlastního kapitálu	42 744				

Hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku stanovená analytickou variantou metody kapitalizovaných čistých výnosů činí 42 744 tis. Kč, přičemž hodnota první fáze je 24 365 tis. Kč a druhé fáze 18 379 tis. Kč. Z tabulky 4.31 rovněž vyplývá, že pokračující hodnota činí 55 177 tis. Kč.

4.3.2.2 Paušální metoda

Na rozdíl od předchozích dvou metod nevychází paušální metoda z predikce budoucího vývoje, ale z historických účetních dat. Z důvodu využití historických účetních dat a neuvážení budoucích růstových možností podniku pak bývá hodnota vlastního kapitálu stanovená paušální metodou obvykle nižší, než hodnota vlastního kapitálu stanovená metodou analytickou či metodou *DCF-Equity*.

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je uplatněn následující postup:

- Výsledky hospodaření před zdaněním z minulých let jsou upraveny o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku, mimořádné výnosy a náklady, čímž je získán upravený výsledek hospodaření před odpisy za jednotlivá léta.
- Upravený výsledek hospodaření je dále upraven o inflaci. Cenovým indexem tak je výsledek přepočten k datu ocenění, k čemuž je nejprve z běžných meziročních indexů vypočítán bazický index vztažený k roku 2009.
- Z minulých upravených výsledků hospodaření přepočtených cenovým indexem je váženým průměrem stanoven trvale odnímatelný čistý výnos. Váhy jsou stanoveny dle

významnosti a posloupnosti v čase, tedy nejstarším údajům je přiřazena váha nejnižší, nejnovějším pak váha nejvyšší.

- Vypočtený trvale odnímatelný výnos je snížen o odpisy a následně zdaněn. Vzhledem k tomu, že je společnost oceňována k 1. 1. 2010, je výnos daněn sazbou daně platnou v roce 2009, tedy 20 %. Tímto je získán odhad trvalého čistého výnosu k rozdělení.
- Trvale odnímatelný čistý výnos po dani je diskontován náklady vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu jsou převzaty z tabulky 4.28 a sníženy o odhad dlouhodobé inflace. Hodnota vlastního kapitálu společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je stanovena s využitím vzorce (2.49).

Kroky směřující k ocenění vlastního kapitálu společnosti shrnuje tabulka 4.32.

Tabulka 4.32 Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody (v tis. Kč)

	2005	2006	2007	2008	2009
VH před zdaněním	4 770	4 052	11 003	9 311	21 218
(+) Odpisy	6 463	6 791	3 758	5 028	6 913
(-) Finanční výnosy	66	87	124	320	716
(-) Tržby z prodeje DM	1 760	65	0	30	470
(+) Zůstatková cena prodaného DM	1 960	74	0	0	192
(-) Mimořádné výnosy	79	154	157	113	325
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Upravený VH (UVH) před odpisy	11 288	10 611	14 480	13 876	26 812
Inflace	1,90 %	2,50 %	2,80 %	6,30 %	1,00 %
Cenový index řetězový	1,0190	1,0250	1,0280	1,0630	1,0100
Cenový index bazický (k roku 2009)	0,8840	0,9061	0,9314	0,9901	1,0000
UVH upravený o inflaci	12 770	11 711	15 546	14 015	26 812
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci · váha	12 770	23 422	46 638	56 060	134 060
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy a daní					18 197
Odpisy					6 913
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)					11 284
Daň (20%)					2 257
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani					9 027
Náklady vlastního kapitálu					31,57 %
Odhad dlouhodobé inflace					1,50 %
Náklady vlastního kapitálu snižené o inflaci					30,07 %
Hodnota vlastního kapitálu					30 018

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Fruko-Schulz s. r. o. stanovená paušální variantou metody kapitalizovaných čistých výnosů činí 30 018 tis. Kč. Výsledek představuje ocenění současného výnosového potenciálu podniku, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti.

5 Zhodnocení dosažených výsledků

Kapitola obsahuje zhodnocení výsledků dosažených pomocí metody *DCF-Equity* a metody kapitalizovaných čistých výnosů v analytické i paušální variantě. Vedle zhodnocení dosažených výsledků je provedena rovněž analýza citlivosti pro posouzení, jak by se výsledná hodnota podniku změnila při změně vstupních dat užitých k výpočtu.

5.1 Výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku

Výsledkem oceňování metodou *DCF-Equity* a metodou kapitalizovaných čistých výnosů v analytické i paušální variantě je hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku. Hodnoty vlastního kapitálu podniku Fruko-Schulz s. r. o. vyčíslené dle uvedených metod oceňování podniku shrnuje tabulka 5.1.

Tabulka 5.1 Hodnota podniku stanovená dle vybraných metod (v tis. Kč)

	DCF-Equity	Kapitalizované čisté výnosy	
		Analytická varianta	Paušální varianta
Hodnota vlastního kapitálu	40 166	42 744	30 018

Hodnota vlastního kapitálu podniku Fruko-Schulz s. r. o. stanovená metodou *DCF-Equity* činí 40 166 tis. Kč. U metody kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě analytické je hodnota vlastního kapitálu 42 744 tis. Kč. Lze tedy říci, že u těchto dvou metod se vypočtená hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku příliš neodlišuje. Výraznější rozdíl lze pozorovat při srovnání těchto hodnot s hodnotou vypočtenou dle metody kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě paušální, neboť v tomto případě činí hodnota vlastního kapitálu 30 018 tis. Kč. Rozdíl je dán skutečností, že paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů vychází pouze z historických údajů společnosti a nebere v úvahu růstové možnosti společnosti v budoucnu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu podniku činila k 1. 1. 2010, resp. k 31. 12. 2009, 62 310 tis. Kč. Hodnoty vlastního kapitálu stanovené dle metody *DCF-Equity* a metody kapitalizovaných čistých výnosů jsou při srovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu značně nízké. Vypočtené hodnoty vlastního kapitálu zvolenými metodami jsou vždy nižší než účetní hodnota vlastního kapitálu převzatá z rozvahy společnosti k 31. 12. 2009 a lze proto

konstatovat, že hodnota vlastního kapitálu společnosti Fruko-Schulz s. r. o. je účetně nadhodnocena.

5.2 Analýza citlivosti

Jelikož se při stanovení hodnoty podniku metodou *DCF-Equity* a metodou kapitalizovaných čistých výnosů v analytické variantě vychází z finančního plánu podniku, který je však sestavován za podmínek nejistoty, neboť nelze s jistotou říci, že prognózovaný vývoj bude skutečně naplněn, je vhodné výslednou hodnotu podniku podrobit analýze citlivosti.

Analýza citlivosti umožňuje posoudit změnu výsledné hodnoty při odchylce jednoho faktoru o parametr $\alpha \in [-1;1]$. V případě metody *DCF-Equity* jsou jako měnící se faktor uvažovány volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* a náklady vlastního kapitálu R_E . U metody kapitalizovaných čistých výnosů v analytické variantě je pak uvažováno se změnami čistého zisku *EAT* a rovněž nákladů na vlastní kapitál.

5.2.1 Analýza citlivosti u metody DCF-Equity

Hlavními faktory ovlivňujícími výslednou hodnotu vlastního kapitálu při využití metody *DCF-Equity* jsou volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* a náklady vlastního kapitálu R_E .

Následující tabulka zachycuje změny *FCFE* o parametr $\alpha \in [-0,06;0,06]$ a dopad těchto změn na výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tabulka 5.2 Vliv změny FCFE na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku

Parametr α (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00
FCFE (v tis. Kč)	2010	17 178	17 543	17 909	18 274	18 639	19 005	19 370
	2011	5 990	6 117	6 245	6 372	6 499	6 627	6 754
	2012	8 799	8 987	9 174	9 361	9 548	9 735	9 923
	2013	10 129	10 344	10 560	10 775	10 991	11 206	11 422
	2014	13 205	13 486	13 767	14 048	14 329	14 610	14 891
Hodnota VK (v tis. Kč)		37 756	38 559	39 363	40 166	40 969	41 773	42 576
Změna hodnoty VK (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00

Hodnota vlastního kapitálu se v závislosti na změnách $FCFE$ pohybuje v rozmezí od 37 756 tis. Kč do 42 576 tis. Kč, přičemž hodnota vlastního kapitálu výchozího stavu činí 40 166 tis. Kč. Z tabulky lze vyčíst, že jestliže dochází k růstu $FCFE$ roste rovněž výsledná hodnota vlastního kapitálu, a to o stejné procento.

Změny výsledné hodnoty vlastního kapitálu při změnách nákladů vlastního kapitálu R_E o parametr $\alpha \in [-0,06;0,06]$ zobrazuje tabulka 5.3.

Tabulka 5.3 Vliv změny R_E na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku

Parametr α (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00
R_E (v %)	2010	29,81	30,44	31,08	31,71	32,35	32,98	33,61
	2011	29,87	30,51	31,14	31,78	32,42	33,05	33,69
	2012	29,72	30,35	30,99	31,62	32,25	32,88	33,52
	2013	29,53	30,16	30,79	31,41	32,04	32,67	33,30
	2014	29,45	30,08	30,71	31,33	31,96	32,59	33,21
Hodnota VK (v tis. Kč)		42 779	41 870	41 000	40 166	39 367	38 600	37 863
Změna hodnoty VK (v %)		6,51	4,24	2,08	0,00	-1,99	-3,90	-5,73

Z výše uvedené tabulky je patrné, že růst nákladů vlastního kapitálu způsobuje pokles hodnoty vlastního kapitálu podniku a naopak. Jestliže dojde ke snížení R_E o 6 %, podepíše se to v růstu hodnoty vlastního kapitálu o 6,51 %. Naopak při růstu R_E o 6 % dojde k poklesu hodnoty vlastního kapitálu o 5,73 %. Hodnota vlastního kapitálu se v závislosti na změnách R_E pohybuje v rozmezí od 37 863 tis. Kč do 42 779 tis. Kč, přičemž výchozí hodnota vlastního kapitálu činí 40 166 tis. Kč.

5.2.2 Analýza citlivosti u metody kapitalizovaných čistých výnosů

Při stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů je rozhodující velikost nákladů na vlastní kapitál R_E stejně jako u metody $DCF-Equity$, a dále je důležitá výše upraveného výsledku hospodaření. Vzhledem k tomu, že v pro období let 2010 až 2014 nejsou plánovány žádné výnosy ani náklady mimořádného charakteru, o které by bylo potřeba výsledek hospodaření upravit, lze za upravený výsledek hospodaření považovat rovnou výsledek hospodaření za účetní období, tj. čistý zisk EAT .

Tabulka 5.4 zachycuje změny EAT o parametr $\alpha \in [-0,06;0,06]$ a dopad těchto změn na výslednou hodnotu vlastního kapitálu, jak v absolutním, tak relativním vyjádření.

Tabulka 5.4 Vliv změny EAT na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku

Parametr α (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00
EAT (v tis. Kč)	2010	10 891	11 123	11 354	11 586	11 818	12 049	12 281
	2011	9 263	9 460	9 657	9 854	10 051	10 248	10 445
	2012	10 662	10 889	11 116	11 343	11 569	11 796	12 023
	2013	13 900	14 196	14 492	14 787	15 083	15 379	15 675
	2014	16 252	16 598	16 943	17 289	17 635	17 981	18 327
Hodnota VK (v tis. Kč)		40 179	41 034	41 889	42 744	43 598	44 453	45 308
Změna hodnoty VK (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00

Při změnách EAT o parametr $\alpha \in [-0,06;0,06]$ se hodnota vlastního kapitálu stanovená analytickou metodou pohybuje v rozmezí od 40 179 tis. Kč do 45 308 tis. Kč, při výchozí hodnotě vlastního kapitálu ve výši 42 744 tis. Kč. Růst EAT působí pozitivně na výslednou hodnotu vlastního kapitálu, pokles EAT pak vede k poklesu výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku.

Změny hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku při změnách nákladů vlastního kapitálu R_E o parametr $\alpha \in [-0,06;0,06]$ uvádí tabulka 5.5.

Tabulka 5.5 Vliv změny R_E na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku

Parametr α (v %)		-6,00	-4,00	-2,00	0,00	2,00	4,00	6,00
R_E (v %)	2010	29,81	30,44	31,08	31,71	32,35	32,98	33,61
	2011	29,87	30,51	31,14	31,78	32,42	33,05	33,69
	2012	29,72	30,35	30,99	31,62	32,25	32,88	33,52
	2013	29,53	30,16	30,79	31,41	32,04	32,67	33,30
	2014	29,45	30,08	30,71	31,33	31,96	32,59	33,21
Hodnota VK (v tis. Kč)		45 899	44 800	43 749	42 744	41 780	40 856	39 969
Změna hodnoty VK (v %)		7,38	4,81	2,35	0,00	-2,25	-4,42	-6,49

Růst R_E způsobuje pokles hodnoty vlastního kapitálu podniku a naopak, stejně jako tomu bylo v případě metody *DCF-Equity*. Jestliže tedy dojde ke snížení R_E o 6 %, vzroste hodnota vlastního kapitálu o 7,38 %. Naopak zvýšení R_E o 6 % povede k poklesu hodnoty vlastního kapitálu o 6,49 %. Hodnota vlastního kapitálu stanovená analytickou metodou se v závislosti na změnách R_E pohybuje v rozmezí od 39 969 tis. Kč do 45 899 tis. Kč, při výchozí hodnotě vlastního kapitálu ve výši 42 744 tis. Kč.

6 Závěr

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Fruko-Schulz s. r. o. k 1. 1. 2010 vybranými výnosovými metodami z důvodu zájmu vlastníka společnosti znát její tržní hodnotu.

Vedle úvodu a závěru je diplomová práce členěna do čtyř hlavních částí. První z nich je zaměřena na přístupy a metody oceňování podniku. Obsahuje obecné základy pro ocenění podniku včetně doporučeného postupu, jehož jednotlivé kroky jsou popsány blíže. Podrobněji jsou charakterizovány zejména metody užívané ke stanovení hodnoty podniku. Obsahem první části práce je rovněž vymezení nákladů kapitálu včetně postupu jejich stanovení a přiblížení analýzy citlivosti užívané k ohodnocení vlivu změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu oceňovaného podniku.

Druhá část práce je věnována charakteristice oceňovaného podniku, jeho historii a současnému vývoji. Obsahem kapitoly je rovněž strategická analýza posuzující makroprostředí a mikroprostředí oceňovaného podniku, a analýza finanční hodnotící hospodářskou a finanční situaci podniku. Analýza makroprostředí podniku je v práci zaměřena na vývoj HDP, inflace, nezaměstnanosti, úrokových sazeb a kurzu koruny. V rámci analýzy mikroprostředí je provedena charakteristika odvětví výroby nápojů, v němž oceňovaný podnik působí. U finanční analýzy je pro posouzení nejdůležitějších změn v položkách účetních výkazů v minulosti uvedena horizontální analýza. Rovněž je pomocí vertikální analýzy zhodnoceno, které položky výkazů představují v hospodaření podniku položky nejdůležitější. Podstatnou část finanční analýzy však tvoří analýza poměrová, ze které vyplývá, že má oceňovaný podnik nízkou úroveň finanční samostatnosti a vysokou úroveň zadluženosti, což je však z části dáno samotným předmětem činnosti podniku. Negativně lze hodnotit velmi nízkou úroveň likvidity a snižující se efektivnost využívání majetku. Rentabilita aktiv a tržeb je poměrně nízká, avšak u rentability vlastního kapitálu a celkového investovaného kapitálu dosahuje společnost příznivých hodnot. Celkově jsou v závěru druhé části práce silné a slabé stránky společnosti, její příležitosti a hrozby dané okolím shrnuty ve SWOT analýze.

Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku je obsahem třetí části práce. Než je přistoupeno k samotnému stanovení hodnoty podniku, je nejprve sestaven dlouhodobý finanční plán pro období let 2010 až 2014. Následně jsou stanoveny náklady kapitálu pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu. Hodnota podniku

je pak určena pomocí výnosových metod, a to konkrétně pomocí metody *DCF-Equity* a metody kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě analytické i paušální.

Čtvrtá část práce obsahuje zhodnocení dosažených výsledků a citlivostní analýzu. Ke stanovení hodnoty podniku je v práci využita metoda *DCF-Equity* a metoda kapitalizovaných čistých výnosů a je tudíž oceňován vlastní kapitál společnosti. Ten je s využitím všech metod stanoven jako účetně nadhodnocený, neboť účetní hodnota vlastního kapitálu činí k datu ocenění 62 130 tis. Kč, kdežto hodnota vlastního kapitálu stanovená metodou *DCF-Equity* činí 40 166 tis. Kč, metodou kapitalizovaných zisků ve variantě analytické 42 744 tis. Kč a metodou kapitalizovaných zisků ve variantě paušální 30 018 tis. Kč. Vzhledem k tomu, že se při stanovení hodnoty firmy metodou *DCF-Equity* a metodou kapitalizovaných čistých výnosů ve variantě analytické vychází z dlouhodobého finančního plánu, který je však pouze predikcí budoucího vývoje, jež se nemusí vyplnit, je v práci provedena rovněž citlivostní analýza pro zhodnocení jak by se výsledná hodnota podniku změnila při změně vstupních dat vycházejících z dlouhodobého finančního plánu podniku. U metody *DCF-Equity* je přitom uvažováno se změnami volných finančních toků pro vlastníky a následně se změnami nákladů vlastního kapitálu. Při změně volných finančních toků pro vlastníky o $\pm 6 \%$ se hodnota vlastního kapitálu společnosti pohybuje v rozmezí od 37 756 tis. Kč do 42 576 tis. Kč. Při změně nákladů vlastního kapitálu o $\pm 6 \%$ je hodnota vlastního kapitálu společnosti stanovena v rozmezí od 37 863 tis. Kč do 42 779 tis. Kč. U metody kapitalizovaných čistých výnosů v analytické variantě je rovněž uvažováno se změnami nákladů vlastního kapitálu a dále také se změnami upraveného výsledku hospodaření, který odpovídá plánovanému čistému zisku společnosti, a to z toho důvodu, že v sestaveném dlouhodobém finančním plánu nejsou predikovány žádné mimořádné náklady a výnosy, o které by bylo potřeba výsledek hospodaření upravovat. V případě analytické varianty kapitalizovaných čistých výnosů se při změně nákladů vlastního kapitálu o $\pm 6 \%$ pohybuje hodnota vlastního kapitálu podniku v rozmezí od 39 969 tis. Kč do 45 899 tis. Kč. V rozmezí 40 179 tis. Kč až 45 308 tis. Kč je hodnota vlastního kapitálu stanovena při změnách čistého zisku o $\pm 6 \%$.

Seznam literatury

Knihy

1. DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2st ed. USA: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
2. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 194 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
3. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
4. DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
5. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 str. ISBN 80-7179-321-3.
6. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-259-1.
7. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
8. VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
9. ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 235 s. ISBN 80-86119-87-4.

Právní předpisy

1. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník v platném znění.

Elektronické zdroje

1. Fruko-Schulz s. r. o. [online]. 2011[cit. 2011-03-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.fruko.cz/novinky.php>>.
2. Český statistický úřad [online]. 2011 [cit. 2011-02-14] Dostupný z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_\(cz_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))>.
3. GRANETTE & STAROREŽNÁ Distileries a.s. [online]. 2011 [cit. 2011-02-14] Dostupný z WWW: <<http://www.granette.cz/index.php?lang=cz>>.

4. Jan Becher - Karlovarská Becherovka, a.s. [online]. 2011 [cit. 2011-02-14] Dostupný z WWW: <http://www.becherovka.cz/o_becherovce/>.
5. JANEČKOVÁ, V., HORVÁTHOVÁ, P. *Strategické řízení organizace*. 1. vyd. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2007 – elektronický optický disk (CD-ROM): barev. ISBN 978-80-248-1620-3.
6. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2011 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html>.
7. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2005 [cit. 2011-03-29]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.
8. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2006 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument7912.html>>.
9. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2007 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument19321.html>>.
10. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2008 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument35578.html>>.
11. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2009 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument47753.html>>.
12. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 2011-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument66054.html>>.
13. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2011 [cit. 2011-03-22]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.
14. Ministerstvo spravedlnosti. [online]. 2011 [cit. 2011-03-11]. Dostupný z WWW: <<http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>>.
15. Ministerstvo zemědělství [online]. 2009 [cit. 2011-03-22]. Dostupný z WWW: <<http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/vyrocní-a-hodnoticí-zpravy/panorama-potravinarskeho-prumyslu/panorama-potravinarskeho-prumyslu-2009.html>>.
16. RUDOLF JELÍNEK a. s. [online]. 2005 [cit. 2011-02-14] Dostupný z WWW: <http://www.rjelinek.cz/index2.php?flash_show=1&LANG=cz>.
17. Stock Plzeň – Božkov s. r. o. [online]. 2011 [cit. 2011-02-14] Dostupný z WWW: <<http://www.stock.cz/cz/about-us.html>>.

Seznam použitých zkratk

A	Aktiva
APM	Arbitrážní model oceňování
BÚ	Bankovní úvěry
C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CZ	Cizí zdroje
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
CZK	Koruna česká
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
D	Dluhy
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Dividendový diskontní model
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DIV	Dividenda
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DO	Doba obratu
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EBT	Zisk před zdaněním
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFD	Volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele

FH	Fázová hodnota
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
HPH	Hrubá přidaná hodnota
i	Úroková míra (obecné vyjádření)
INV	Investice
Kč	Koruna česká
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
KZ	Krátkodobé závazky
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
OA	Oběžná aktiva
OKEČ	Odvětвовá klasifikace ekonomických činností
P	Pasiva
PH	Pokračující hodnota
PRIBOR	Pražská mezibankovní nabídková sazba
R	Náklady kapitálu
R_E	Náklady vlastního kapitálu
R_F	Bezriziková sazba
$R_{finstab}$	Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity
R_{finstr}	Riziková přírážka za zadluženost
R_{LA}	Riziková přírážka charakterizující velikost podniku
ROA	Obrat celkových aktiv
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitál
ROS	Rentabilita tržeb
RP	Riziková premie
$R_{podnikatelské}$	Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
t	Daňová sazba
TČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
TS	Daňový štít

USD	Americký dolar
UVH	Upravený výsledek hospodaření
UZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota podniku
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Celkové náklady kapitálu
WACC _L	Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
WACC _U	Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
ZK	Základní kapitál

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

- Příloha č. 1: Rozvaha let 2005 až 2009
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty let 2005 až 2009
- Příloha č. 3: Horizontální analýza rozvahy let 2005 až 2009
- Příloha č. 4: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty let 2005 až 2009
- Příloha č. 5: Vertikální analýza aktiv a pasiv let 2005 až 2009
- Příloha č. 6: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty let 2005 až 2009
- Příloha č. 7: Plánovaná rozvaha let 2010 až 2014
- Příloha č. 7: Plánovaný výkaz zisku a ztráty let 2010 až 2014
- Příloha č. 9: Plánovaný přehled o peněžních tocích let 2010 až 2014
- Příloha č. 10: Poměrová analýza dlouhodobého finančního plánu
- Příloha č. 11: Náklady vlastního kapitálu v roce 2007
- Příloha č. 12: Náklady vlastního kapitálu v roce 2008